

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD**

Edilson dos Santos Silva

**Os efeitos da Governança Corporativa sobre os
Ratings de crédito e *Spread* de Debêntures**

Recife, 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- “Grau 1”: livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- “Grau 2”: com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- “Grau 3”: apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia.

**A classificação desta dissertação se encontra, abaixo, definida por seu autor.
Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.**

Título da Dissertação: Os efeitos da Governança Corporativa sobre os *Ratings* de crédito e *Spread* de Debêntures.

Nome do Autor: Edilson dos Santos Silva

Data da Aprovação: 24 de fevereiro de 2010.

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1 ☐

Grau 2 ☐

Grau 3 ☐

Recife, 24 de fevereiro de 2010.

Assinatura do autor

Edilson dos Santos Silva

**Os efeitos da Governança Corporativa sobre os
Ratings de crédito e *Spread* de Debêntures**

Orientador: Joséte Florêncio dos Santos, Dra.

Dissertação apresentada como requisito complementar, à obtenção do grau de Mestre em Administração, na área de concentração Gestão Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco.

Recife, 2010

Silva, Edilson dos Santos

Os efeitos da Governança Corporativa sobre os Ratings de crédito e Spread de Debêntures / Edilson dos Santos Silva. – Recife : O Autor, 2010.

92 folhas : fig. ,tab. e quadro.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Administração, 2010.

Inclui bibliografia e anexos

1. Governança corporativa. 2. Debêntures. 3. Ratings de crédito. 4. Spread. I. Título.

658.15

CDU (1997)

UFPE

658.4

CDD (22.ed.)

CSA 2010 - 024

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Os efeitos da Governança Corporativa sobre os *Ratings* de crédito e *Spread* de Debêntures

Edílson dos Santos Silva

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 24 de fevereiro de 2010.

Banca Examinadora:



Prof. Josete Florêncio dos Santos, Doutora , UFPE, (Orientadora)



Prof. Myrian Beatriz Eiras das Neves, Doutora, BACEN , (Examinadora Externa)



Prof. Charles Ulisses De Montreuil Carmona, Ph D, UFPE, (Examinador Interno)

Agradecimentos

A Deus por ter me guiado sempre pelos bons caminhos da vida.

Aos meus pais que sempre me incentivaram nos estudos.

À Profa. Joséte, minha orientadora, pelos seus ensinamentos, dedicação, paciência e por ter me incentivado e acreditado em mim.

Ao Prof. Charles Carmona e à Profa. Myrian Neves, membros das bancas de qualificação e defesa, pelos valiosos comentários que contribuíram para o aperfeiçoamento deste trabalho.

Ao professores do PROPAD, pela confiança depositada em mim.

Ao CNPQ e a FAPEAL por terem financiado meus estudos.

E aos demais amigos que me ajudaram nesta jornada, meus sinceros agradecimentos.

“Persistence is the way to success.”
Charles Chaplin

RESUMO

Em um mercado competitivo, algumas empresas procuram se diferenciar como “empresas com boa governança”, e assim, tornam-se mais atraentes para aos investidores, aumentando a quantidade de investidores interessados em alocar recursos em seus projetos. Outro aspecto relevante para os investidores são os *ratings* de crédito, que auxiliam no processo de compra ou venda de títulos destas empresas. O objetivo principal deste estudo é verificar se a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas listadas na Bovespa – tem alguma relação com a qualidade dos *ratings* e o *spread* das debêntures emitidas pelas empresas, entre 2005 e 2007. Os dados foram coletados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários e do Sistema Nacional de Debêntures e tratados com a utilização do método *Probit* Ordenado e Mínimos Quadrados Ordinários. Os resultados mostraram que as práticas de governança (medido pelo IGC) influenciam negativamente a qualidade de crédito, em relação à variável concentração de propriedade (CP) quando em substituição ao IGC apresentou sinal positivo, resultado que corrobora com outros estudos semelhantes. Com relação ao *spread* obteve-se resultados não conclusivos, pois o índice de governança não apresentou sinal constante em conjunto com a variável de desempenho ROA. No entanto, ao substituir o índice de governança pela variável de concentração de propriedade foi encontrada uma relação negativa com o *spread*, sinalizando que os *spreads* pagos pelas empresas tendem a ser menores com a alta concentração de propriedade.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Debêntures. *Ratings* de Crédito. *Spread*.

ABSTRACT

In a competitive market, some companies seeking to differentiate themselves as "companies with good governance, and thus become more attractive to investors, increasing the number of investors interested in allocating resources in their projects. Another important issue for investors is the credit ratings, which help in the process of buying or selling securities of these companies. The aim of this study is to verify the quality of corporate governance practices of companies listed on the Brazilian Stock Exchange (BOVESPA) - has something to do with the quality of the ratings and the spread of the debentures issued by companies between 2005 and 2007. Data were collected on the website of the Securities and Exchanged Commission - CVM and the Brazilian System of Debentures and treated using the method Ordered Probit and OLS. The results showed that the practices of governance (measured by IGC) adversely affect the credit quality, in relation to variable concentration of ownership (CP) when replacing the IGC showed positive signal, a result which agrees with other similar studies. With respect to the spread obtained results are not conclusive, because the index of governance did not show constant signal in conjunction with the performance variable ROA. However, by replacing the governance index by the variable concentration of ownership was found a negative relationship with the spread, indicating that the spreads paid by the companies tend to be smaller with a high concentration of ownership.

Keywords: Corporate Governance. Debentures. Credit Ratings. Spread.

Lista de Figuras

Figura 1 – Volume de debêntures negociadas nos anos de 2004 a 2008

Figura 2 - Volume de debêntures registradas por ramo de atividade no período de 2005 a 2007

Figura 3 - Volume de debêntures registradas por destinação de recursos no período de 2005 a 2007

Figura 4 - Prazo das emissões de debêntures por ano

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo

Tabela 2 – Correlação das variáveis para análise do *rating* e *spread*

Tabela 3 – Efeito do índice de governança corporativa sobre o *rating* das debêntures

Tabela 4 – Efeito do índice de governança corporativa sobre o *spread* das debêntures

Tabela 5 – Efeito das dimensões do índice de governança corporativa sobre o *rating* e *spread* das debêntures

Lista de Quadros

Quadro 1 – *Ratings* com grau de investimento

Quadro 2 – *Ratings* com grau especulativo

Quadro 3 – Valores atribuídos aos *ratings*

Quadro 4 – *Ratings* das debêntures de acordo com as agências classificadoras

Quadro 5 – *Ratings* categorizados

Quadro 6 – Amostra de empresas analisadas

Quadro 7 – Prazo das emissões de debêntures por ano

Quadro 8 – Respostas do questionário para composição do índice de governança corporativa

Sumário

1	Introdução	12
1.1	Contextualização do tema	12
1.2	Objetivo geral	15
1.3	Objetivos específicos	15
1.4	Justificativa e contribuição do estudo	16
2	Referencial teórico	18
2.1	Governança Corporativa	18
2.1.1	Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa	21
2.2	Estrutura de Capital	24
2.2.1	Títulos de longo prazo	30
2.2.1.1	Debêntures	31
2.3	Classificação de crédito	38
2.4	<i>Spread</i> de títulos	44
3	Metodologia	48
3.1	Delineamento da pesquisa	48
3.2	Descrição e operacionalização das variáveis	51
3.3	Modelo de dados ordenados	57
3.4	Limitações da pesquisa	59
4	Discussão dos resultados	61
4.1	Caracterização das empresas investigadas	61
4.2	Estatística descritiva e correlações entre as variáveis	67
4.3	Os efeitos das práticas de governança sobre os <i>ratings</i> .	71
4.4	Os efeitos das práticas de governança sobre os <i>spreads</i>	74
4.5	Testes adicionais	77
5	Considerações finais	80
6	Referências	84
7	Anexos	93
7.1	Anexo A – Escala de <i>Ratings</i>	93
7.2	Anexo B – Empresas analisadas	95

1 Introdução

1.1 Contextualização do tema

O Plano Real teve importante papel no novo cenário econômico do país, pois ajudou a fortalecer e desenvolver o mercado de capitais. Este cenário permitiu às emissões de debêntures o papel de boa alternativa de financiamento para as empresas. Adicionalmente, há um ambiente de maior responsabilidade por parte das empresas, com o avanço na adoção de práticas de governança corporativa (GC) e o crescente respeito aos investidores e acionistas, fundamentais ao desenvolvimento do mercado de capitais (ANDIMA, 2008).

Desta forma, a competitividade entre as empresas de capital aberto é mais estimulada e sua estrutura de capital põe-se como fator relevante, pois cada empresa deve optar por uma estrutura de acordo com suas características e necessidades, de modo que maximize a riqueza dos acionistas.

Entretanto, a estrutura de capital pode ser vista como uma fonte de conflito na medida em que uma estrutura com maior nível de endividamento gera conflito de interesses entre credores, acionistas e administradores, uma vez que os credores fornecem fundos às empresas sem ter controle sobre a aplicação desses recursos e que existe assimetria de informações entre os acionistas e os gestores da empresa.

Segundo Jensen (1986), maiores níveis de alavancagem financeira pode ser visto como um mecanismo de controle interno, que poderia vir a reduzir conflitos de agência entre executivos e acionistas, bem como os custos de agência oriundos de fluxos de caixa livre, pois se espera que os executivos sejam mais criteriosos na seleção e na implementação de projetos quando buscam capital no mercado.

A captação de recursos pode ser feita através da emissão de títulos visando o aproveitamento de novas oportunidades de investimento, considerando a imperfeição do

mercado de capitais, bem como, as decisões financeiras das empresas que visam à maximização da riqueza dos acionistas, buscando desta maneira uma estrutura de capital ótima (SANVINCENTE, 2001). E dentre os títulos utilizados, uma opção para as empresas seria o lançamento de debêntures.

No mercado brasileiro, a emissão de debêntures começou a apresentar um crescimento significativo em função da estabilidade econômica pós Plano Real, do progressivo alongamento dos prazos dos títulos de dívida, das reestruturações patrimoniais e financeiras das companhias e do processo de privatização (BOVESPA FIX, 2006).

Neste processo, as debêntures tornaram-se um importante instrumento financeiro de captação de recursos para as empresas, dada a sua versatilidade que se ajusta às necessidades de financiamento das companhias, combinando custos competitivos com prazos longos.

Sant’Anna (2007) aponta outros fatores responsáveis pelo incremento na demanda destes títulos que merecem destaque, como: a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado. Por fim, ele destaca o esforço de padronização de regras de emissões de debêntures, implementados por instituições como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA). Estes esforços visam uma maior transparência e mais segurança aos investidores e, conseqüentemente, uma maior liquidez ao mercado.

Desta maneira, a idéia é que em um mercado competitivo, algumas empresas procuram se diferenciar como “empresas com boa governança” e, desta forma, tornaram-se mais atraentes para os investidores, aumentando a quantidade de investidores interessados em alocar recursos em seus projetos. Desta forma, promovem uma diminuição do custo de capital dessas empresas (PEROBELLI et al., 2005).

Para a CVM (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, como as empresas, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Neste sentido, boas práticas de governança corporativa estão associadas ao desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais, visando melhores resultados corporativos, minimizando riscos inerentes ao mercado de atuação e melhorando desta maneira a percepção do investidor sobre a empresa.

Outro aspecto relevante para os investidores são os *ratings* de crédito que auxiliam no processo de compra ou venda dos títulos. Eles são importantes porque representam uma previsão ou um indicador do potencial de perda de crédito devido a não realização do pagamento, atraso no pagamento ou pagamento parcial ao investidor (MOODY'S, 2008).

Os *ratings* de crédito atribuídos pelas agências baseiam-se em informações, quantitativas e qualitativas, disponibilizadas pelos emissores de títulos ou obtidas junto a outras fontes consideradas confiáveis (MINARDI; SANVICENTE; ARTES, 2006).

Considerando, o crescimento do mercado nacional de debêntures, e que tanto as práticas de governança corporativa das empresas quanto os *ratings* de crédito destes títulos possuem relevante papel na sua avaliação, este trabalho pretende responder à seguinte questão: **será que as boas práticas de governança corporativa das empresas listadas na Bovespa influenciam a qualidade dos *ratings* e o *spread* das debêntures emitidas por estas empresas?**

1.2 Objetivo geral

O presente trabalho tem como objetivo geral investigar se a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas, listadas na Bovespa – tem alguma relação com a qualidade dos *ratings* e o *spread* das debêntures emitidas por estas empresas, entre 2005 e 2007.

1.3 Objetivos específicos

Para que o objetivo principal seja atingido, devem ser alcançados alguns objetivos secundários, conforme a seguir:

- Identificar e padronizar os *ratings* das debêntures emitidas pelas empresas no período de 2005 a 2007;
- Identificar nos prospectos de emissão de debêntures qual é o indexador utilizado e o *spread* acrescido na remuneração destes títulos, no período de 2005 a 2007;
- Mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa destas empresas, com o uso de um índice de governança corporativa (IGC);
- Verificar se a qualidade das práticas de GC, mensurado pelo índice IGC influencia a qualidade dos *ratings* das debêntures; e
- Verificar se as boas práticas de GC, mensurado pelo índice IGC, influenciam os *spreads* pagos pelas debêntures.

1.4 Justificativa e contribuição do estudo

Para as empresas atuarem no mercado hoje é fundamental que elas sejam competitivas, pois as mudanças são dinâmicas e globais. Sendo assim, a governança corporativa auxilia as empresas na sua perenidade, atenuando os riscos inerentes às suas atividades, de maneira que as decisões empresariais possam ser tomadas buscando o crescimento de forma organizada. Um dos componentes essenciais para a continuidade empresarial é o capital, e este pode ser adquirido no mercado através de capital de terceiros. Entretanto, os recursos adquiridos devem ser aplicados em projetos selecionados, para que a empresa possa atuar de maneira eficiente e honrar seus compromissos.

Neste contexto pode-se observar a governança corporativa como um elemento atenuador dos conflitos de agência entre executivos/acionistas e credores, na aplicação de recursos captados pelas empresas.

Nos últimos anos, a governança corporativa tem recebido relevante atenção nos trabalhos acadêmicos. No Brasil estas pesquisas buscam entender a relação entre as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto e sua valorização e desempenho, e, também a sua influência na estrutura de capital das empresas.

Carvalho-da-Silva e Leal (2005) buscaram analisar a relação entre a qualidade das práticas de governança com o desempenho e o valor das companhias listadas. O resultado da pesquisa indica que menos de 4% das empresas brasileiras possuem boas práticas de governança corporativa, e, que as empresas com boas práticas possuem alto valor de mercado e alta performance.

Kitagawa et al. (2007) analisaram o comportamento do custo de capital próprio das empresas que aderiram aos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa. Eles constataram que quanto maior o grau de governança, menor são as estimativas de custo de capital próprio.

Almeida e Santos (2008) verificaram se as práticas de governança corporativa têm alguma influência sobre o *payout* dos dividendos das empresas não financeiras brasileiras listadas na Bovespa. Os autores encontraram evidências de que empresas com maiores níveis de transparência tendem a pagar maiores dividendos a seus acionistas.

Alguns estudos internacionais permitem observar aspectos não trabalhados nas pesquisas nacionais, como a influência da governança corporativa sobre a classificação de crédito e *spread* de títulos corporativos.

Bhojraj e Sengupta (2003) analisaram os efeitos da governança corporativa sobre os rendimentos e os *ratings* de títulos corporativos americanos e encontraram evidências da relação entre a governança corporativa e os títulos com classificação mais alta e títulos com rendimentos mais baixos. Observaram também que os mecanismos de governança corporativa podem reduzir o risco de inadimplência por mitigar os custos de agência e monitorar o desempenho gerencial.

Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006) investigaram os efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* de crédito das empresas. Os autores demonstraram numa situação hipotética que uma empresa que possui características desejáveis de governança, sob o ponto de vista dos credores, dobra a probabilidade de receber uma classificação de crédito com grau de investimento.

No presente trabalho, busca-se analisar o mercado de debêntures por apresentar um crescimento significativo nos últimos anos, e até o presente momento não foram encontradas pesquisas nacionais que abordem a governança corporativa como fator de influência na qualidade de crédito e *spread* destes títulos.

2 Referencial teórico

2.1 Governança Corporativa

O aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica, a abertura do mercado e a maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal levaram as empresas brasileiras à necessidade de maior acesso aos mercados de capitais, sejam nacionais ou internacionais (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Neste contexto, algumas iniciativas institucionais e governamentais foram tomadas no sentido de contribuir para o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, destacando-se: (a) a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); (b) a reforma na Lei das S.A. (Lei 10.303/2001), que introduziu dispositivos sobre a estrutura de capital, administração e direitos dos não-controladores, além de fortalecer o papel da CVM; (c) a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); (d) definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos, e, (e) as recomendações e normas da CVM para regulamentação das empresas no mercado de capitais. Estas medidas colaboraram com o fortalecimento do mercado, tornando-o mais atrativo aos investidores nacionais e estrangeiros.

Assim, pressupõe-se que as empresas com boas práticas de governança possam ser vistas como empresas mais confiáveis por adotarem um maior nível de evidenciação e transparência em suas informações, reduzindo desta maneira o risco de fraudes.

Vários estudos buscaram avaliar o impacto dos mecanismos de governança sobre o valor e/ou desempenho das empresas, como pode ser visto nos trabalhos de La Porta et al.

(1999), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira, Barros e Famá (2003), Klapper e Love (2004), Carvalho-da-Silva e Leal (2004, 2005), Santos e Leal (2007), e, Dumitrscu (2009).

La Porta et al. (1999) analisaram empresas das 27 maiores economias. Os autores encontraram evidências da expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em muitos dos países analisados, e ressaltaram o importante papel da proteção legal na limitação da expropriação. Observaram também, que nos países onde a lei protege melhor os interesses dos investidores há um maior desenvolvimento do mercado financeiro, e as empresas possuem alto valor de mercado.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) usaram diferentes medidas de proteção a aquisições hostis para criar um índice de governança corporativa para empresas americanas, e observaram que empresas com melhor proteção aos direitos dos acionistas possuem melhor performance, alta avaliação de mercado, e são mais propensas a fazer aquisições.

Silveira, Barros e Famá (2003) investigaram a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado das companhias abertas brasileiras entre 1998 e 2000. Eles usaram três variáveis de governança, separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho, e grau de independência do conselho. Os resultados apresentaram evidências de que, em média, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho obtiveram maior valor de mercado. Estes resultados corroboram com a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e CVM para separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho é saudável para as empresas, pois diminui a concentração de poder em uma mesma pessoa.

Klapper e Love (2004) exploraram os determinantes dos níveis de governança corporativa em mercados emergentes. Elas usaram dados de governança corporativa de 14 mercados emergentes e descobriram que existe uma ampla variação nos níveis de governança

corporativa das empresas. As autoras afirmam também que nos países onde o sistema legal é fraco os níveis de governança são baixos. Os resultados da pesquisa mostraram que as empresas que adotam melhores práticas de governança possuem melhores performances e valor de mercado.

Carvalho-da-Silva e Leal (2004, 2005) investigaram os efeitos da estrutura de governança corporativa sobre a valorização de mercado e pagamento de dividendos de companhias brasileiras. Os resultados da pesquisa indicaram um alto grau de concentração de propriedade e controle. As evidências do estudo mostraram também que existe uma relação entre a estrutura de governança, valor de mercado e política de dividendos no Brasil. Na pesquisa mais recente dos autores, foi investigada a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas, seu valor de mercado e performance. Eles construíram um índice de governança corporativa para companhias brasileiras listadas para verificar esta relação. Os resultados indicaram um alto grau de concentração de propriedade e controle. Apontaram também que as empresas brasileiras que possuem melhores práticas de governança corporativa possuem alta valorização de mercado (Tobin's Q) e alta rentabilidade (retorno sobre os ativos).

Santos e Leal (2007) investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto familiares que não têm ações negociadas na Bovespa, em 2003. Os resultados encontrados mostram que a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares listadas é estatisticamente superior aos das familiares não-listadas. Foi observado também que há uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa com o retorno sobre o ativo (ROA).

Para Dumitrescu (2009), a performance do mercado financeiro pode ser determinada pelas interações dos agentes externos ao mercado, neste caso a governança corporativa, e sugere que as implicações desta interação são muito importantes tanto nos níveis quantitativos

quanto qualitativos. Assim, as empresas podem minimizar as informações baseadas no mercado e melhorar a sua liquidez adotando padrões de governança corporativa que mitigam a informação assimétrica. Melhorando a liquidez de mercado, as empresas diminuem seus custos de capital e, portanto, aumentam o seu valor de mercado.

Mediante os estudos destacados acima, pode-se observar que os resultados indicam que existe uma relação positiva entre as práticas de governança e valor e desempenho das empresas. Desta maneira, há expectativas de que as empresas com boas práticas de governança corporativa, além de aumentarem a confiança dos participantes do mercado de capitais, também sejam beneficiadas no acesso ao capital, e, enfim, tenham maior longevidade.

A seguir apresenta-se, de maneira breve, a contribuição da Bovespa para o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras de capital aberto.

2.1.1 Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

Implantados em dezembro de 2000 pela Bovespa, o Novo Mercado e os Níveis diferenciados – Nível 1 e Nível 2, foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e valorizasse as empresas, pois as empresas listadas nestes segmentos comprometem-se com a adoção de práticas de governança corporativa e divulgação adicional em relação ao que é exigido pela legislação.

De acordo com a Bovespa (2006), as principais exigências do Nível 1 são: manter um percentual de pelo menos 25% de ações em circulação, melhoria das informações prestadas, transparência nos acordos entre acionistas e programas de *stock options*, e, apresentação de um calendário anual de atividades corporativas. Para o Nível 2, além das obrigações do Nível

1, as empresas devem adotar uma ampla variedade de práticas de governança e direitos dos acionistas minoritários, por exemplo: mandato unificado de até dois anos, para todos os membros do conselho; divulgação de informações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, e de, no mínimo 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); garantia de direito de voto às ações preferenciais em algumas circunstâncias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários. No Novo Mercado, além das exigências do Nível 2, a empresa não pode emitir ações preferenciais.

Apresentam-se abaixo alguns trabalhos que mostram os impactos positivos da adesão aos segmentos de governança corporativa da Bovespa.

Cicogna, Valle e Toneto (2005) analisaram como a adoção de melhores práticas de governança corporativa influencia o acesso das empresas a recursos de terceiros. Os resultados mostraram que as melhores práticas de governança influenciaram positivamente o acesso à dívida junto ao mercado financeiro, e, contribuíram para o alongamento do prazo do passivo (exigível a longo prazo), diminuindo o total do passivo circulante. O passivo exigível não se mostrou influenciado pela governança, o que pode ser explicado pelo fato de que os encargos com impostos e demais contas de cunho legal e social estão incluídos nesta conta do balanço. Assim, pode-se dizer que existe uma sinalização de que melhores práticas de governança diminuem a restrição ao crédito das empresas.

Camargos e Barbosa (2006) analisaram o impacto da adesão aos segmentos de governança da Bovespa sobre o comportamento das ações, visando identificar se ocorreram mudanças significativas sobre o retorno acionário anormal e sobre a liquidez. De acordo com os autores, de maneira geral os objetivos de valorização e aumento de liquidez acionária

esperados da adesão aos segmentos de governança foram confirmados, para as ações preferenciais e ordinárias, quando se avalia o seu impacto sobre a liquidez no mercado no longo prazo.

Martins, Da-Silva e Nardi (2006) procuraram verificar se havia indícios de alterações nos níveis de liquidez das ações das empresas que migraram do segmento tradicional para os de governança corporativa. Os resultados mostraram fortes indícios de que a liquidez das ações é alterada após a migração, sendo os indícios mais fortes para as ações ordinárias.

Kitagawa et al. (2007) analisaram o comportamento do custo de capital próprio das empresas ao aderirem aos níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa. Na análise foram encontradas evidências de que a adesão aos níveis 1 e 2 de governança reduz as estimativas de custo de capital próprio, mas este resultado não pode ser considerado conclusivo, pois a redução apresentada é relativamente pequena, podendo ser influenciada por outros fatores não relacionados a práticas de governança.

Analisando os trabalhos acima, percebe-se que há uma sinalização de que boas práticas de governança corporativa influenciam positivamente o acesso das empresas a recursos de terceiros, e aumentam a liquidez das ações das empresas. Assim, espera-se que empresas bem governadas possam tomar decisões de financiamento buscando uma estrutura de capital ótima.

2.2 Estrutura de Capital

A teoria financeira oferece ajuda tanto aos administradores financeiros quanto aos pesquisadores a entender como a estrutura de capital escolhida pela empresa pode afetar o seu valor. Diversas pesquisas procuram não apenas entender, mas elas tentam encontrar uma estrutura ótima de capital (BLAZENKO, 1987). Entretanto, de acordo com o tipo de indústria (segmento) da qual faz parte, as empresas possuem estruturas diferenciadas, podendo ser mais ou menos alavancadas (SCHWARTZ; ARONSON, 1967). E é neste aspecto que as pesquisas tentam entender como estas empresas se comportam e qual a influência deste endividamento no seu desempenho e/ou valor.

Desde o trabalho seminal de Modigliane e Miller que mostrou a irrelevância da estrutura de capital, o balanceamento ótimo de financiamento entre dívida e ações tem sido uma questão importante nas finanças corporativas.

Contudo, se há uma estrutura ótima de capital, ela deve refletir taxas ou mesmo especificamente identificar as imperfeições do mercado, assim, os gerentes são vistos normalmente como intermediadores dos custos de agência gerados pela emissão de dívidas e os custos de falência – teoria estática *trade-off* (MYERS, 1993).

Segundo a ótica da teoria estática do *trade-off*, há uma compensação entre as vantagens fiscais da dívida e os custos de falência dela advindos. Assim, as empresas iriam trabalhar com nível de endividamento considerado ótimo. Dessa maneira, as empresas buscariam capital de terceiros, independente das oportunidades de crescimento, visando maximizar o seu valor de mercado (MYERS, 1984).

Adicionalmente, às questões fiscais e do risco de falência, a escolha de uma estrutura ótima de capital seria influenciada pelos conflitos de agência. Um deles é entre acionistas e administradores, em que estes atuam mais no seu próprio interesse do que nos do acionista. E para coibir isso, Jensen (1986) sugere um ambiente de maior alavancagem financeira,

podendo ser visto como um instrumento de controle interno, o qual poderia reduzir os conflitos entre executivos e acionistas, bem como os custos de agência oriundos de fluxos de caixa livre, pois se espera que os executivos sejam mais criteriosos na seleção e na implementação de novos projetos.

Contudo, Jensen e Meckling (1976) alertam para o fato de que o uso da alavancagem é limitado, pois podem surgir custos e conflitos de agência entre proprietários e credores. A concepção é que os investidores concederiam recursos à empresa para a realização de seus projetos, mas tais recursos seriam utilizados pelos gestores da empresa para a realização de projetos de elevada expectativa de retorno, entretanto, com pouca chance de sucesso. Os autores afirmam que, desta maneira, a remuneração dos credores não estaria de acordo com o risco assumido, caracterizando-se um processo de expropriação das riquezas do capital de terceiros. E para impedir isto, seriam impostas cláusulas nos contratos de dívidas, limitando o poder de decisão dos gerentes, aumentando o custo dessa fonte de financiamento, e incentivando um uso menor dela.

Já a teoria de *pecking order*, uma alternativa a teoria do *trade-off*, determina uma ordem de preferência entre as três fontes disponíveis (lucros retidos, dívida ou ações) na maneira das empresas financiarem o seu crescimento. Os gestores teriam uma ordem de hierarquia de financiamento para seus investimentos, onde primeiro as empresas utilizariam recursos internos para financiar seus projetos e na necessidade de utilização de recursos externos, as empresas prefeririam emitir dívida e, em último caso, emitir novas ações (MYERS, 1984).

Myers e Majluf (1984) afirmam ainda que o financiamento com lucros retidos sinalizaria de maneira positiva ao mercado, uma vez que demonstraria uma boa capacidade da empresa de crescer com seus próprios recursos. Essa fonte seria a preferida para financiar novos investimentos. Em segundo lugar, estaria o uso de novas dívidas, refletindo que a

empresa teria boas perspectivas de crescimento para o futuro e não gostaria de compartilhar a agregação de valor esperada para o futuro com novos acionistas. Ainda segundo os autores, a emissão de ações não seria uma boa notícia, refletindo que a empresa tem perspectivas ruins sobre o seu desempenho futuro e deseja compartilhar esse mau resultado com novos acionistas.

Uma importante questão diante da necessidade de financiamento das empresas está na decisão da composição do *mix* de financiamento.

Para Marsh (1982), as empresas escolhem seus instrumentos de financiamento como se elas tivessem em mente os níveis de endividamento (tanto para dívidas de longo prazo quanto para dívidas de curto prazo em relação ao endividamento total). O autor afirma também que as empresas são influenciadas pelas condições do mercado e o passado histórico dos preços dos ativos, na escolha entre ações e dívidas.

Bhagat, Bolton e Subramanian (2009) destacam as características dos gerentes como importantes determinantes nas políticas de financiamento das empresas. Eles apontam algumas das decorrências desta relação: as dívidas de longo e curto prazo diminuem com a experiência do gerente, e, também de acordo com o risco.

Contudo, diante dos diversos aspectos que influenciam direta ou indiretamente a estrutura de capital, este tema torna-se um dos mais complexos abordados pela teoria de finanças corporativas. Desta maneira, os estudos sobre os determinantes de estrutura de capital se expandem a fim de entender qual a estrutura de capital mais adequada para uma organização, analisando não apenas as empresas em países isoladamente, mas também as empresas em blocos de países (RAJAN; ZINGALES, 1995; BOOTH et al., 2001; TERRA, 2007).

Rajan e Zingales (1995) investigaram os determinantes da estrutura de capital nos países mais industrializados (G-7) durante o período de 1987 a 1991. Os autores não

encontraram diferenças substanciais nas correlações do endividamento empresarial e seus fatores teóricos subjacentes entre os países estudados e concluem que diferenças institucionais podem não ser tão influentes nas decisões de estrutura de capital. Contudo, um entendimento profundo dos diferentes efeitos institucionais é necessário, pois um melhor entendimento da influência das instituições pode nos fornecer informações variadas entre os países, permitindo desta maneira, identificar os determinantes fundamentais da estrutura de capital.

Booth et al. (2001) analisaram a escolha da estrutura de capital, em 10 países em desenvolvimento. De acordo com os autores, em geral, os índices de dívida em países em desenvolvimento parecem ser afetados da mesma maneira e pelos mesmos tipos de variáveis que são significantes em países desenvolvidos. Contudo, há diferenças sistemáticas na maneira como estes índices são afetados pelos fatores dos países, como o crescimento econômico, taxas de inflação e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Terra (2007) investigou se os fatores específicos dos países são pertinentes na decisão de alavancagem e, nesse caso, se esses efeitos podem ser atribuídos ao ambiente macroeconômico ou a outros fatores institucionais, em uma amostra de mercados emergentes da América Latina. A amostra analisada foi de 700 empresas de Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela no período de 1986 a 2000. Os resultados sugerem que, embora muito tenha sido dito sobre a influência de fatores específicos de países e como estes condicionam o comportamento dos gestores e das empresas, a evidência apresentada neste estudo sinaliza na direção oposta: os fatores que influenciam decisões de estrutura de capital são notavelmente semelhantes entre os países. Além disso, fatores específicos de empresas explicam muito mais do que os específicos de países. Ainda mais, os resultados indicam que os determinantes da estrutura de capital sugeridos pelas teorias tradicionais, embora pertinentes, não parecem capturar toda a história. Existem evidências para acreditar que

outros fatores específicos de empresas, ainda desconhecidos, podem avançar a compreensão deste fenômeno. Um desses fatores desconhecidos pode ser o discernimento administrativo.

Estes estudos destacam alguns aspectos relevantes para o entendimento da escolha da estrutura de capital, mostrando-nos a complexidade deste tema. Contudo, vale ressaltar o discernimento administrativo (as escolhas dos gestores em determinados contextos econômicos), pois com uma maior compreensão deste fator pode-se entender melhor como as empresas compõem sua estrutura de capital.

Alguns estudos nacionais buscaram compreender as decisões de estrutura de capital e suas características como pode ser visto nos trabalhos de Procianoy e Schnorrenberger (2004), Brito, Corrar e Batistella (2007), e, Santos, Pimenta e Cicconi (2009).

Procianoy e Schnorrenberger (2004) ao estudarem a relação entre a estrutura de controle e as decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras negociadas na Bovespa, concluíram que as companhias que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro. Ainda de acordo com os autores, a existência de maior aversão ao risco financeiro por parte dos controladores destas empresas revela-se com a possibilidade da perda de sua riqueza pessoal, na medida em que se pode imaginar que a maior riqueza destes seja a própria empresa em questão.

Brito, Corrar e Batistella (2007) analisaram as características da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, investigando as relações existentes entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como seu determinante. Os resultados indicaram que risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, enquanto rentabilidade e tipo de capital não se mostram relevantes para a forma como as empresas se financiam. Outras variáveis também podem influenciar a forma como as empresas se financiam no Brasil, entre essas variáveis, podem existir fatores comportamentais específicos dos gestores, além de outros aspectos relacionados

às características do ambiente econômico e institucional brasileiro, não tratado explicitamente no estudo, como por exemplo, em relação ao custo do capital de terceiros.

Santos, Pimenta e Cicconi (2009) verificaram quais fatores são levados em consideração na escolha das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas brasileiras. Os custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra, o que é condizente com a importância dos juros na escolha das fontes de recursos e com a predominância da teoria do *static trade-off*. A flexibilidade financeira foi a segunda opção de 15% das empresas; *rating* da empresa e benefícios fiscais da dívida foram considerados a terceira opção de 13%.

Analisando os estudos nacionais citados, percebe-se que tanto a estrutura de propriedade das empresas quanto a disposição ao risco pelos gestores são fatores importantes na definição das políticas de financiamento. Outra questão importante está relacionada ao ambiente econômico, pois contribuiu para o fortalecimento do mercado brasileiro de debêntures, aumentando o número de empresas emissoras destes títulos nos últimos anos.

A seguir apresentam-se alguns instrumentos de captação de recursos, de longo prazo, que podem compor o *mix* de financiamento das empresas.

2.2.1 Títulos de longo prazo

Existem obrigações de empresas com prazos de vencimento variados (obrigações com prazos que se ajustam às necessidades das companhias), desde operações de endividamento de um dia (*hot money*) até as perpetuidades (*consols*), com prazo de vencimento ou maturidade indeterminado (SECURATO, 2008).

Os títulos de longo prazo podem ser emitidos tanto por órgãos governamentais quanto por empresas. Os títulos emitidos pelo governo, além de captar recursos para financiar as despesas governamentais, têm um papel fundamental na economia, o de servir de referencial para a fixação das taxas de juros básicas (conhecidas como taxas livres de risco). Estes títulos normalmente pagam juros mais o principal no fim de um período anual, e quando esse período é mais longo, os juros podem ser pagos de forma semestral. Quando são emitidos por empresas, também asseguram pagar juros mais o principal num determinado período. Os juros podem ser pagos parcelados ou na maturidade e geralmente são indexados a um fator de atualização de taxas. A amortização do principal costuma ocorrer no vencimento do título, juntamente com o pagamento da última parcela de juros (SECURATO, 2008).

Para Fabozzi (2000), os instrumentos de dívida corporativa são classificados em: (a) bônus corporativos, (b) notas de médio prazo e (c) *commercial papers*. O autor destaca também que estes instrumentos de dívida têm prioridade sobre ações ordinárias e preferenciais no caso de falência.

Securato (2008) afirma que no país o único título de longo prazo comercializado são as debêntures, que devido à sua exclusividade, têm sido confundidas com o próprio conceito geral de títulos de longo prazo, que é bem mais amplo, abrangendo papéis com diferentes características, como títulos governamentais (federais, estaduais e municipais), obrigações hipotecárias, obrigações de empresas (renda, participação, garantidas, conversíveis etc.), *warrants*, *consols* etc.

Entre os possíveis instrumentos de dívida de longo prazo, as debêntures apresentam-se como objeto de estudo no presente trabalho, pois o mercado de debêntures apresentou significativo desenvolvimento a partir da estabilidade macroeconômica do país (ANDIMA, 2008).

2.2.1.1 Debêntures

Os mercados de títulos corporativos têm se tornado uma importante fonte de recursos de financiamento para o setor privado nos anos recentes, especialmente para alguns mercados emergentes. Anteriormente, as dívidas corporativas eram concentradas ao redor do setor bancário em muitos países. Contudo, o advento de várias crises bancárias em alguns destes países tem evidenciado a necessidade de diversificação das fontes de recursos (LUENG NARUEMITCHAI; LIAN ONG, 2005).

Caso as empresas optem pelo capital de terceiros, têm à disposição mecanismos como assunção de dívidas (debêntures, notas promissórias, *export notes*, fundos de investimentos, recebíveis imobiliários, empréstimos bancários e financiamentos) e/ou emissão de ações.

No Brasil, após o Plano Real, o mercado de debêntures apresentou recuperação, em função da estabilidade monetária, do alongamento dos prazos dos títulos de dívida, das reestruturações patrimoniais e financeiras das companhias, da retomada do crescimento econômico e do processo de privatização. Neste processo, as debêntures tornaram-se um importante instrumento de captação de recursos para as empresas (BOVESPA FIX, 2006).

Debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por sociedades por ações, que asseguram aos seus detentores (debenturistas) um direito de crédito contra a companhia emissora (BOVESPA FIX, 2006; SND, 2007).

Pode-se observar na figura 1, a seguir, as emissões de debêntures nos últimos cinco anos.

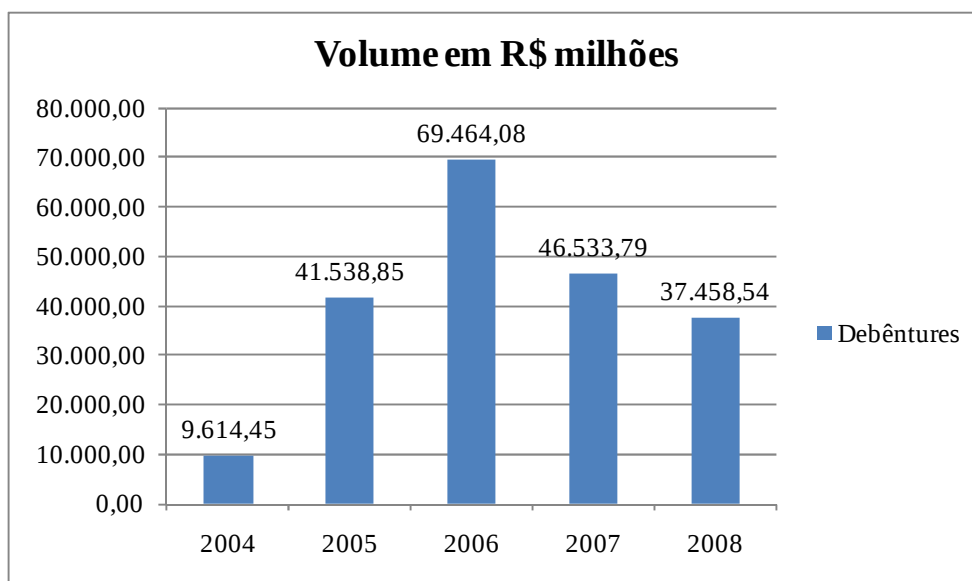


Figura 1 - **Volume de debêntures negociadas nos anos de 2004 a 2008.**

Fonte: CVM, 2009.

As debêntures podem ser conversíveis em ações, simples ou permutáveis. As primeiras podem ser convertidas em ações de emissão da empresa, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão. As segundas são aquelas que são resgatáveis exclusivamente em moeda local. Já as terceiras podem ser transformadas em ações de emissão de outra companhia que não a emissora de papéis, ou ainda, menos freqüente, em outros tipos de bens, tais como títulos de crédito.

Vale ressaltar aqui as garantias que podem ser dadas à emissão de debêntures. Existem basicamente quatro tipos de garantia: garantia real, garantia flutuante, quirográfica e subordinada (BOVESPA FIX, 2006; SND, 2007; ANDIMA, 2008):

- **Garantia Real:** são garantias por bens dados em hipoteca, penhor ou *anticrese*, pela companhia emissora, por empresas de seu conglomerado ou por terceiros;
- **Garantia Flutuante:** são aquelas com privilégio geral sobre o ativo da empresa, o que não impede, entretanto, a negociação dos bens que compõem esse ativo. Elas possuem, porém, preferência de pagamento sobre outros créditos;
- **Quirografárias (ou sem preferência):** são aquelas sem as vantagens dos dois tipos anteriormente citados; e
- **Subordinadas:** não possuem garantias, na hipótese de liquidação da companhia, oferecem preferência de pagamento tão somente sobre o crédito de seus acionistas.

Além das garantias citadas, de acordo com a Andima (2008), são freqüentemente utilizadas garantias acessórias, classificadas conforme:

- **Fidejussória:** fiança ou aval prestados, geralmente, por acionistas controladores da companhia emissora ou uma das empresas integrantes do seu grupo;
- **Privilégios e Preferências:** decorrem da posição creditícia que a debênture subordina-se, relativamente ao ativo da emissora; e
- **Covenants:** conjunto de obrigações que a companhia emissora assume com o objetivo de assegurar, direta ou indiretamente, o cumprimento da obrigação principal, ou seja, o pagamento da dívida perante o debenturista.

Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) trouxeram inovações ao mercado de debêntures como a exemplo da Instrução n.º 400, de 29 de novembro de 2003, que introduziu algumas práticas comuns em outros países. Passou a exigir também, nas ofertas públicas, um prospecto mais completo, inclusive mediante a inserção das melhores práticas internacionais, garantindo ao investidor informações mais abrangentes e uma maior transparência. A Instrução n.º 404, de 13 de fevereiro de 2004, introduziu as debêntures padronizadas com condições de procedimento simplificado de registro, com o objetivo de desenvolver e dinamizar o mercado para títulos de dívida, permitindo pelo lado do emissor um menor tempo no processo de emissão, e do lado do investidor e intermediário uma redução substancial no período de tempo de cada negócio na dedicação à leitura e compreensão das escrituras. E a Instrução n.º 471, de agosto de 2008, que permitiu uma maior agilidade no processo de registro e colocação das debêntures junto ao público. Ela criou um procedimento simplificado de registro de valores mobiliários na CVM, que poderá ser usado desde que a documentação para o registro tenha sido analisada previamente por uma entidade auto-reguladora, autorizada pela CVM para realizar essa tarefa. Pretende-se, assim, que os emissores que se utilizarem dessa nova possibilidade tenham os prazos entre a decisão de realizar uma emissão e a autorização da CVM significativamente reduzidos.

Segundo a ANDIMA (2008), nos últimos 20 anos observou-se um nítido avanço nos fundamentos macroeconômicos, com o controle do processo inflacionário, a flexibilização da política monetária e o crescimento da atividade econômica, o que tem criado um ambiente favorável ao aumento das captações privadas no mercado nacional, tanto de renda fixa quanto variável.

Diante deste contexto, percebe-se um ambiente propício para que os pesquisadores possam explorar o mercado doméstico de debêntures, na busca por um melhor entendimento destes títulos e das empresas emissoras. Assim, destacam-se alguns estudos nacionais sobre debêntures, como os trabalhos de Figueira e Leal (1998), Sanvincente (2001), Mellone, Eid Júnior e Rochman (2002), Ramos (2005), Fraletti e Eid Júnior (2005), Sheng e Saito (2005, 2008) e Paiva, Savoia e Corrar (2008).

Figueira e Leal (1998) investigaram as principais alterações ocorridas nas cláusulas de debêntures brasileiras. Foram analisados os termos de 91 contratos de emissão referentes ao período de julho de 1994 a dezembro de 1997. As principais modificações no modelo contratual de debêntures brasileiro, verificadas nesta pesquisa foram: menor utilização da indexação à inflação doméstica, utilização mais freqüente de cláusulas de juros remuneratórios com base em taxas flutuantes, redução na proporção de escrituras que utilizam cláusulas de remuneração de prêmio, menor freqüência de cláusulas que prevêm vencimento antecipado, maior presença de títulos conversíveis, e aumento da freqüência de cláusulas que restringem compromissos relativos a investimento e financiamentos.

Sanvincente (2001) ao analisar a evolução do mercado primário de debêntures comenta que as emissões de debêntures têm sido utilizadas, em boa parte, por empresas que, embora abertas, não têm ações de sua emissão negociadas na bolsa. Observou-se também que o mercado de ações reage à informação de registro de emissão como se recebesse sinais sobre as perspectivas futuras de lucro das empresas emissoras. Este fato evidencia o caráter

informacional importante das decisões de emissão, e chama a atenção para os problemas decorrentes da falta de transparência do mercado secundário de debêntures e da finalidade com a qual o próprio mercado primário é utilizado.

Mellone, Eid Júnior e Rochman (2002) tentaram encontrar uma relação entre os juros pagos pelas debêntures emitidas e algumas características da debênture, como *rating*, classe, tipo, juros, data da emissão e prazo. A amostra utilizada para este trabalho ficou limitada a 36 debêntures com base no CDI e a 43 debêntures indexadas ao IGP-M, com pelo menos um *rating* atribuído. Eles não encontraram nenhuma relação estreita entre o retorno das debêntures indexadas ao IGP-M e algumas de suas características. Entretanto, em relação às debêntures indexadas ao CDI, foi encontrada uma relação negativa entre o *rating* e a taxa de juros.

Ramos (2005) analisou que influência as emissões de debêntures simples e conversíveis exercem na rentabilidade e volatilidade das ações das empresas emissoras. Foram analisados 115 anúncios coletados nos Boletins Diários de Informação da Bovespa, no período de julho de 1994 a novembro de 2005.

Para as emissões de debêntures simples, as carteiras formadas por ações preferenciais apresentaram janelas com retornos anormais acumulados positivos e estatisticamente significativos durante o evento. Para as ações ordinárias, embora as janelas de retornos excessivos acumulados praticamente não tenham apresentado resultados significativos, o teste de sinais realizado mostrou que durante a janela do evento o retorno médio obtido pela carteira de ações foi positivo em 10 dos 12 dias do evento.

Para as debêntures conversíveis, as conclusões foram ainda mais prejudicadas em função da impossibilidade de criação de uma *amostra limpa* formada por ações ordinárias. Os estudos realizados com as ações preferenciais durante a janela do evento apresentaram retornos excessivos negativos, sendo estatisticamente significativos para a carteira total de

ações. Desse modo, os resultados obtidos na janela do evento para as emissões de debêntures conversíveis são diferentes dos verificados para as debêntures simples.

Diante das ineficiências observadas no comportamento das séries de retornos excessivos, há indícios de que o mercado acionário brasileiro não é eficiente na forma semi-forte.

Fraletti e Eid Júnior (2005) analisaram a relevância do *rating* e outros fatores na determinação do rendimento das debêntures emitidas no mercado nacional. Foram utilizados no trabalho dados referentes a 67 debêntures indexadas ao CDI-over e 30 indexadas ao IGP-M, todas distribuídas entre abril de 2000 e setembro de 2004. Eles concluíram que a variável *rating* revelou-se estatisticamente significativa na determinação da rentabilidade de debêntures indexadas aos CDI-over e ao IGP-M. Foi observado também que a determinação da remuneração de debêntures no mercado primário brasileiro não é baseada apenas em indicadores econômicos objetivos. Destacando-se, desta forma, o conteúdo informacional dos *ratings* e o seu relevante papel na remuneração das debêntures.

Sheng e Saito (2005, 2008) estudaram os determinantes do *spread* das debêntures no mercado brasileiro, onde foram coletados dados relativos a 138 emissões de debêntures brasileiras no período de janeiro de 1999 a dezembro de 2002. Foram utilizados testes paramétricos e não paramétricos para verificar o efeito do *rating* sobre o *spread*. Os autores encontraram evidências da relação entre o *rating* e o *spread* independente do indexador da emissão – uma correlação negativa, quanto maior o *rating*, menor o *spread*. Observaram também que os investidores preocupam-se mais com a diferença entre *ratings* de uma mesma emissão do que com a questão da nacionalidade da agência de *rating*, em relação à qualidade do *rating*. Estes autores estudaram também o mercado secundário de debêntures analisando sua liquidez, e encontraram evidências de que as maiores emissões de debêntures são as mais

líquidas, e que as debêntures mais novas não apresentam maior liquidez do que as mais velhas.

Paiva, Savoia e Corrar (2008) avaliaram as diferenças entre os *ratings* das emissões de debêntures no Brasil e observaram que os credores, em princípio, não distinguem uma agência classificadora de crédito da outra, considerando as notas como semelhantes e homogêneas e as diversas agências como de mesma qualidade de análise. Desta maneira, não se pode afirmar que as empresas busquem um segundo ou terceiro *rating* para melhorar a imagem junto aos investidores, procurando influenciar sua percepção. As indicações são de que os investidores somente levam em conta a qualidade da agência classificadora ou a quantidade de *ratings* de uma emissão quando se trata de emissões com baixa qualidade de crédito.

Alguns destes estudos analisam a influência do *rating* na determinação do *spread* das debêntures, encontrando evidências significativas da influência do *rating* na rentabilidade destes títulos, comprovando a importância desta variável no processo de emissão das debêntures, pois auxilia nos processos de compra e venda destes papéis e representam um indicador da qualidade de crédito do emissor.

Destaca-se que, em 2001, passou a ser comum a iniciativa das empresas emissoras de contratar agências de *rating* para a classificação de risco destes papéis, e posteriormente necessárias após as Resoluções 2.720/00 e 2.829/00 do Conselho Monetário Nacional (CMN) (ANDIMA, 2008).

Ainda que estes estudos abordem aspectos diferentes dos analisados no presente trabalho, eles permitiram a identificação de variáveis relevantes na formação dos *spreads* de debêntures, bem como uma maior compreensão do mercado nacional destes títulos.

2.3 Classificação de crédito

As avaliações de crédito atribuídas por agências de classificação são amplamente utilizadas pela comunidade financeira como medida de risco de títulos privados.

Segundo a Standard & Poor's (2008), um *rating* é uma opinião sobre a capacidade financeira geral (qualidade de crédito) de um emissor honrar suas obrigações financeiras. Destaca-se ainda que um *rating* não é uma recomendação de compra, venda, ou manutenção em carteira de uma obrigação financeira, pois não comenta preços de mercado ou sua adequação a um investidor em particular. Para a Moody's (2008), os *ratings* são uma previsão ou um indicador do potencial de perda de crédito devido à não realização do pagamento, atraso no pagamento ou pagamento parcial do investidor.

Os *ratings* podem ser tanto de longo quanto de curto prazo. Os *ratings* de curto prazo referem-se às obrigações de curto prazo dentro de seu mercado. No presente trabalho vai-se trabalhar com debêntures que são classificados como títulos de médio e longo prazo. Títulos de médio prazo também recebem *ratings* de longo prazo. O significado de cada *rating* pode ser visto no Anexo A.

De acordo com a Standard & Poor's (2008), ao classificar as emissões de títulos, os seguintes aspectos são levados em consideração: (a) probabilidade de pagamento/capacidade e intenção do emissor de honrar seus compromissos financeiros de acordo com os termos da obrigação; (b) a natureza e provisões da obrigação; e (c) a proteção oferecida pela obrigação no caso de falência, reorganização e outros acordos previstos pela lei de falência, ou outras leis que possam afetar os direitos do credor.

Na definição dos *ratings* em escala nacional, a Moody's (2008) leva em consideração a força financeira do devedor, incluindo fatores de crédito como a qualidade de gestão, posição e diversidade de mercado, flexibilidade financeira, transparência, ambiente

regulatório e a capacidade do emissor de cumprir suas obrigações financeiras ao longo do curso de seu ciclo de negócios.

Bone (2006) argumenta que com a nova arquitetura do mercado financeiro internacional e a expansão do mercado de capitais, os *ratings* vêm aumentando o seu grau de importância, principalmente para as empresas em países em desenvolvimento. Os *ratings* transmitem informações públicas e privilegiadas sobre os emitentes de dívida, e desta forma o mercado pode usufruir positivamente dessas informações para a tomada de decisões.

Desta forma, os investidores estão atentos às qualidades creditícias das empresas. Eles utilizam as classificações (*ratings*) dos títulos emitidos pelas empresas, como mais uma ferramenta que possa auxiliá-los em seus investimentos, de acordo com sua propensão ao risco. Em contrapartida, as empresas a fim de captar recursos para financiar seus projetos, utilizam as classificações de risco de crédito como mais um mecanismo a representar a sua credibilidade (PAIVA, 2006).

Ederington, Yawitz e Roberts (1984) analisaram o conteúdo informacional dos *ratings* de títulos corporativos. Usando uma regressão não linear de mínimos quadrados, eles relacionaram os rendimentos dos títulos à maturidade dos *ratings* atribuídos pela Moody's e pela Standard & Poor's, e indicadores contábeis de crédito como cobertura de juros e alavancagem. Os resultados da pesquisa indicaram que: (1) os participantes do mercado baseiam suas avaliações de *bond's* mais nas questões creditícias das empresas do que nas agências de *ratings*; (2) o mercado considera os *ratings* atribuídos pela Moody's e Standard & Poor's como intercambiáveis, e, (3) os resultados da pesquisa sugerem que os participantes do mercado prestam menos atenção aos *ratings*, e mais atenção a informações públicas contábeis se o *rating* não tiver sido revisado recentemente.

Goh e Ederington (1993), ao examinarem a reação dos retornos de mercado em relação à mudança de classificações de crédito de títulos americanos, consideraram dois tipos

de *downgrade* dos *ratings*: devido à deterioração dos prospectos financeiros das empresas e devido ao aumento da alavancagem. O primeiro apresentou implicações negativas para os acionistas e o segundo positiva. Entretanto, enquanto o primeiro *downgrade* reflete as expectativas da Moody's em relação aos futuros lucros ou vendas das empresas, o segundo geralmente é uma resposta aos conhecidos aumentos de alavancagem do passado. Os autores observaram também uma negativa reação do mercado ao primeiro grupo de *downgrades*, mas nenhuma reação ao segundo. Eles concluíram que as mudanças nos *ratings* não podem ser tratadas como homogêneas, pois a causa deve ser considerada.

Matolcsy e Lianto (1995) analisaram o conteúdo informacional das revisões de *ratings* de títulos corporativos australianos, e descobriram que *downgrades* possuem informações adicionais enquanto que os *upgrades* não. Portanto, a principal implicação deste estudo é consistente com a visão de que as agências de *rating* somente adicionam valor à informação já existente sobre os *downgrades*. Estas descobertas podem ser consistentes com as proposições de que boas notícias viajam rápido comparadas com as más notícias, ou que os acionistas estão mais preocupados com *downgrade* do que com *upgrades*.

Os investidores devem estar atentos ao conteúdo informacional dos *ratings* de títulos corporativos atribuídos pelas agências classificadoras de crédito, usando esta informação como complemento de análises econômico-financeiras sobre as empresas nas quais se deseja investir. Atualmente, além dos aspectos citados numa análise de investimento, outros atributos são levados em consideração, como o risco e a governança corporativa.

Bhojraj e Sengupta (2003) analisaram os efeitos da governança corporativa sobre os rendimentos e *ratings* de títulos privados, com uma amostra de 1005 títulos corporativos americanos no período de 1991-96. Para analisar os efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* dos títulos foi usado o modelo *ordered probit*. Os autores concluíram que a governança corporativa pode influenciar tanto o rendimento quanto o *rating* dos títulos

através do impacto sobre o risco de inadimplência da empresa. Ainda segundo os autores, os mecanismos de governança corporativa reduzem os potenciais conflitos de interesse entre os gerentes e os investidores através do efetivo monitoramento de suas ações. Isso reduz a expropriação ou o mau gerenciamento do capital alocado, melhorando a produtividade das empresas, as práticas de transparência e o gerenciamento de longo prazo. Foi observado também, que as empresas com ampla propriedade institucional desfrutam de altas classificações de crédito e baixos rendimentos, após serem controlados os outros potenciais determinantes dos *ratings* e rendimentos dos títulos. Notaram ainda que as empresas com um grande percentual de diretores externos em seu conselho possuem títulos com altos *ratings* e baixos rendimentos. Estas descobertas são consistentes com a concepção de que a propriedade institucional e os diretores externos possuem um papel ativo na redução do gerenciamento oportunista e na promoção de valor a empresa.

Para controlar a potencial endogeneidade entre a propriedade institucional e rendimentos dos títulos (e *ratings*) os autores usaram um sistema de equações simultâneas onde no qual a propriedade institucional influencia os rendimentos dos títulos (*ratings*) e é influenciada pelos rendimentos dos títulos (*ratings*). O resultado sugere que as instituições na verdade parecem investir mais em companhias com altos (baixos) *ratings* (rendimentos). Contudo, a propriedade institucional continua sendo um determinante estatisticamente significativo da classificação de crédito e rendimentos dos títulos.

Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006) investigaram os efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* de crédito das empresas. Nesta pesquisa foi usada uma amostra de 894 empresas americanas e para a análise foi usado o modelo *ordered logit*. Neste trabalho foram estudados vários mecanismos de governança que são destinados ao controle dos conflitos de agência entre gerentes e todos os *stakeholders* que impactam sobre os *ratings* de

crédito. Além disso, o estudo provê *insights* sobre os atributos de governança que intensificam ou atenuam os potenciais conflitos entre credores e acionistas.

Ao analisar se as empresas que exibem forte governança se beneficiam de altos *ratings* de crédito, foram encontradas evidências de que uma variedade de atributos de governança explicam os *ratings* de crédito das empresas, após serem controlados os outros potenciais determinantes dos *ratings*. Especialmente, foi observado que os *ratings* de crédito das empresas são: (a) negativamente associados ao número de *blockholders* que possuem pelo menos 5% das ações da empresa; (b) positivamente relacionados aos fracos direitos dos acionistas em termos de defesas a aquisições hostis; (c) positivamente relacionados ao grau de transparência financeira; e (d) positivamente relacionados à independência e experiência do Conselho, e negativamente relacionado ao poder do CEO (*chief executive officer*) sobre o Conselho. Por fim, os autores demonstraram numa situação hipotética segundo a qual uma empresa que possui características desejáveis de governança, sob o ponto de vista dos credores, dobra a probabilidade de receber uma classificação de crédito com grau de investimento.

Bradley et al. (2008) examinaram a relação entre a estrutura de governança de empresas públicas nos Estados Unidos e os *ratings* de crédito e precificação de títulos de dívida. Os autores estudaram um painel desbalanceado de 775 empresas americanas de 2001 a 2007 para os *ratings* de crédito, e 7456 títulos/ano de 2002 a 2007 para os *spreads* dos títulos.

A análise se procedeu em dois passos. Primeiro foram observadas quais medidas de governança as empresas usavam ou que características eram relacionadas aos *ratings* de crédito atribuídos pela Standard & Poor's para os títulos de dívida de longo prazo não segurados. Foi observado que o determinante primário de um *rating* de crédito é a condição financeira. Os autores afirmam também que os atributos de governança são relacionados à estrutura de propriedade, direitos dos acionistas, estrutura do conselho e compensação executiva, e que

estes itens podem explicar as diferenças entre os *ratings* de crédito que não são explicados pela condição financeira da empresa. Especialmente, foi descoberta uma relação negativa entre os mecanismos anti-aquisições hostis e os *ratings* de crédito das empresas com grau de investimento inferior, e uma relação positiva entre os mecanismos anti-aquisições hostis e os *ratings* de crédito para empresas com dívidas com grau de investimento.

Outra importante descoberta da análise foi uma positiva relação significativa entre os *ratings* de crédito e o que foi considerado como atributos de um Conselho estável. Os autores observaram que os *ratings* são maiores para empresa com um alto percentual de diretores com 15 anos de serviço no Conselho, empresas com um alto percentual de diretores que possuem ações, empresas com Conselhos qualificados e empresas cujos contratos, estatuto social e acordos de compensação forneçam aos diretores responsabilidades e compensação. Este *cluster* de atributos sugere que os conselhos com grandes mandatos, empresas e setor de conhecimento, exposição financeira, e proteção de dependência, pode posicionar melhor uma empresa numa perspectiva de longo prazo e ter uma capacidade de exercer critérios relativos aos gerentes executivos de maneira que eles sejam favoráveis aos interesses dos credores. Por fim, foi encontrada uma relação forte e positiva entre os *spreads* (prêmio de risco) e mecanismos anti-aquisições hostis para empresas com dívidas classificadas com grau especulativo.

Alguns estudos buscam analisar quais variáveis financeiras determinam os *ratings* de títulos corporativos, contudo, o estudo dos títulos de crédito permite capturar um aspecto significativo do risco de crédito, pois melhorando o nosso entendimento do processo de classificação destes títulos, aumentará nosso conhecimento sobre pelo menos o importante uso de informações financeiras.

No entanto, os mecanismos de governança podem explicar as diferenças entre os *ratings* de crédito que não são explicados pela condição financeira, pois ajudam a reduzir os

potenciais conflitos de agência entre gerentes/acionistas e credores através do monitoramento das ações da gestão corporativa, reduzindo a expropriação ou o mau gerenciamento do capital alocado.

Desta forma, busca-se estudar a classificação de crédito das debêntures, analisando a influência da governança corporativa sobre a classificação de crédito destes títulos.

2.4 *Spread* de títulos

Os títulos de longo prazo, ou obrigações, quando emitidos por empresas, representam uma promessa de pagamento de juros (o valor anual do pagamento de juros feito aos credores, durante a vida da debênture é chamado cupom), mais o principal (o principal de uma debênture é o valor que o emissor concorda em pagar ao debenturista na data do resgate) num determinado período. No entanto, as formas que os títulos podem assumir são as mais variadas, podendo ser vendidos com desconto, com garantias específicas (próprias ou de terceiros), ou apenas com o aval (confiança) da empresa emissora (SECURATO, 2008).

Os juros podem ser pagos parcelados ou na maturidade (zero cupom) e geralmente são indexados a um fator de atualização de taxas. A amortização do principal costuma ocorrer no vencimento do título, juntamente com o pagamento da última parcela de juros.

O rendimento de uma debênture deve refletir o valor do dinheiro no tempo, considerando o prazo dos vários pagamentos associados com a debênture. E o rendimento até o vencimento do título, expresso pela TIR (taxa interna de retorno), é uma medida formal e completamente aceita da taxa de retorno de uma obrigação (FABOZZI, 2000; SECURATO, 2008). Assim, o retorno pode ser obtido pela expressão abaixo:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{F}{(1+i)^n}$$

sendo:

PV = valor presente de um título;

n = prazo para a maturidade;

C = valor do cupom;

F = valor de face do título; e

i = taxa de retorno exigida.

Weinstein (1983), e, Cremers, Nair e Wei (2006), por exemplo, definem o prêmio de risco de títulos corporativos como a diferença entre o rendimento de um título de mercado e o rendimento de um título livre de risco de mesma maturidade. Contudo, Elton et al. (1999) alertam para os problemas que não são observados em títulos livres de risco. Os autores afirmam que o *spread* de um título corporativo relativo a um título público pode mudar mesmo que fatores fundamentais que afetam o *spread* não mudem, como taxas, taxas de inadimplência e prêmio de risco. Em particular, a diferença no rendimento dos títulos corporativos e públicos é uma função de mudanças na estrutura a termo do governo. Desta forma, os autores examinam o *spread* em taxas *spot*.

Contudo, no presente trabalho o *spread* será calculado conforme os trabalhos nacionais de Mellone, Eid Júnior e Rochman (2002) e Sheng e Saito (2005). O *spread* será a remuneração percentual específica no prospecto de emissão das debêntures cujo valor excede a variação do indexador do título.

Apresentam-se alguns trabalhos que analisam aspectos diferentes na influência dos *spreads*, como o risco idiossincrático e mecanismos de governança.

Campbell e Taksler (2002) documentaram a ligação entre o crescente risco idiossincrático das ações e o crescente rendimento dos títulos corporativos relativos a títulos públicos. Segundo os autores, estes dois fenômenos foram percebidos anteriormente, mas havia sido pouco explorada a relação empírica entre eles. A análise deste trabalho segue da

seguinte maneira: primeiro, os autores encontraram a média dos rendimentos reportados pela Standard & Poor's e Moody's, com dados de transações de títulos corporativos entre 1995 e 1999. Posteriormente eles encontraram evidências de que a volatilidade idiossincrática das ações é diretamente relacionada aos custos de empréstimos por questões corporativas. Os resultados sugerem que a volatilidade pode explicar a variação nos rendimentos da mesma forma que os *ratings* de crédito, e que a volatilidade contribui no poder de explicação mesmo na presença dos *ratings* de crédito.

Cremers, Nair e Wei (2006) investigaram o impacto dos mecanismos de governança sobre os credores. Os autores descobriram que uma alta concentração de propriedade está associada a altos rendimentos, baixos *ratings* e altos retornos somente se a vulnerabilidade a aquisições hostis for alta. Eles comentam que a magnitude destes efeitos é economicamente grande. Por exemplo, na presença do acionista controlador, a diferença nos rendimentos dos títulos é causada pelas diferenças na vulnerabilidade a aquisições hostis, podendo chegar a 0,66 pontos percentuais. Eles investigaram também se as cláusulas contratuais ajudam a alinhar os interesses dos acionistas e credores. Foi observado que na presença de cláusulas contratuais aos acionistas a governança reduz os conflitos de interesse entre acionistas e credores. Por fim, o aumento nos rendimentos do *spread* está associado a fortes mecanismos de governança ao acionista, sendo de 0,80 pontos percentuais para emissões sem cláusulas contratuais e somente 0,16 pontos percentuais para emissões protegidas.

Paiva e Savoia (2009) estudaram as ofertas primárias de títulos não conversíveis, emitidos de 2000 a 2004, que receberam pelo menos um *rating* de uma agência independente. E avaliaram os efeitos sobre os *spreads* das emissões destes ativos – variável dependente. As variáveis independentes foram: *rating* da emissão, indexador, maturidade, risco país, taxa básica de juros, diferença entre as taxas de longo e curto prazo, índice de ações, e taxa de câmbio. Os resultados indicam que o índice de ações é mais importante que o risco de crédito

como variável explicativa do *spread*. Este fato é devido às expectativas do investidor, mais orientados a proteger-se contra a inflação, uma consequência do novo período de estabilização econômica do país. Numa análise *ex-post* foi visto que os títulos indexados pelo IGPM (ligado à inflação) tendem a ter retornos maiores que os indexados a taxas de juros. Os autores afirmam ainda que a escolha de títulos de longo prazo possui forte associação com melhores *ratings*, e os investidores somente aceitam baixas classificações de crédito para títulos de curto prazo.

No presente trabalho analisar-se-á a influência das práticas de governança corporativa (índice de governança) sobre o *spread* das debêntures, um enfoque diferente dos analisados nas pesquisas nacionais.

3 Metodologia

3.1 Delineamento da pesquisa

O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa exploratória e empírica, de acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2006), pois procura examinar um tema ou um problema de pesquisa pouco estudado.

Os dados de classificação das debêntures serão obtidos com corte transversal agrupado, que de acordo com Wooldridge (2007) é muito parecido com a de um corte transversal padrão, exceto pelo fato de ser necessário, freqüentemente, considerar diferenças periódicas das variáveis ao longo do tempo. Outra característica desta classificação é aumentar o tamanho da amostra. Desta maneira, será utilizada esta estrutura de dados, pois com uma amostra maior pode-se representar melhor os possíveis efeitos da governança sobre os *ratings* de crédito e *spread* das debêntures.

A idéia é que durante cada ano uma nova amostra aleatória simples seja extraída de uma população relevante. Entretanto, é importante não confundir um corte transversal agrupado com uma estrutura de dados diferente, como dados em painel por exemplo. De maneira breve, em dados em painel segue-se o mesmo grupo de indivíduos, empresas, cidades ao longo do tempo. No corte transversal agrupado ao longo do tempo, não há uma duplicação ao longo do tempo (ou, se as unidades aparecem em mais de um período, sua ocorrência é tratada como coincidente e ignorada) (WOOLDRIDGE, 2002).

A população da pesquisa será formada por todas as empresas, listadas na Bovespa, cujas emissões de debêntures públicas do mercado primário contemplem os anos de 2005 a 2007, conforme a classificação do Sistema Nacional de Debêntures – SND.

As informações contábeis e financeiras, bem como, as informações que irão compor o índice de governança corporativa, foram coletadas a partir de informações públicas,

fornecidas pelas empresas de capital aberto à CVM para atender a exigência legal. Adicionalmente foram utilizadas informações disponíveis nos *sites* das empresas pesquisadas, e de empresas especializadas em classificação de risco de crédito. Os dados sobre as variáveis: beta e o Qt (Q de Tobin) foram coletados no banco de dados do Economática.

Para analisar a relação entre as práticas de governança corporativa e outras variáveis independentes (indicadores financeiros) sobre os *ratings* das debêntures, foi utilizado o método *ordered probit*. Parte-se do princípio de que os *ratings* atribuídos a este tipo de título é uma função das práticas de governança corporativa e outras variáveis, denominadas variáveis de controle, e pode ser expresso através da seguinte relação:

$$Rating_{debentures} = f(IGC_i, \text{variáveis de controle}).$$

Segundo Greene (2002), algumas variáveis de múltipla escolha fazem parte de modelos ordenados, como por exemplo, os *ratings* de títulos privados, que vem aparecendo na literatura. Ainda de acordo com o autor, o método de mínimos quadrados ordinários seria inadequado na análise da natureza ordinal da variável dependente, pois como as respostas são codificadas, por exemplo, 0,1,2,3 e 4, uma regressão linear poderia tratar a diferença entre 4 e 3 da mesma maneira que 3 e 2, quando de fato eles são apenas um *ranking*.

Os modelos ordenados têm como principal característica apresentar a variável dependente como sendo do tipo ordinal discreta. Eles são uma generalização dos modelos *probit* e *logit* chamada de modelo *probit/logit* ordenado, em que as probabilidades de cada resultado são condicionadas às variáveis independentes e são modeladas utilizando a função de distribuição acumulada (STOCK; WATSON, 2004).

Para Cameron e Trivedi (2005) há pouca diferença entre os modelos *logit* e *probit*. Os autores afirmam que a maior diferença está nas caudas quando as probabilidades são próximas de 0 e 1. Estas diferenças são muito menores se o interesse for somente sobre efeitos marginais calculados sobre a amostra e não para cada indivíduo.

Na análise da relação entre as práticas de governança e o *spread* das debêntures, foi utilizado o método Mínimos Quadrados Ordinários – MQO, partindo do princípio de que o *spread* das debêntures é uma função das práticas de governança e outras variáveis (variáveis de controle), e pode ser expresso através da seguinte relação:

$$Spread_{debentures} = f(IGC_i, \text{variáveis de controle}).$$

De acordo com Greene (2002), uma das propriedades mais úteis do modelo de regressão linear múltipla é a habilidade de identificar os efeitos independentes de um conjunto de variáveis sobre a variável dependente. Apresentando-se como método de análise mais apropriado.

Os dados foram organizados em planilha do MS-Excel®. As estatísticas descritivas, histogramas e gráficos das principais variáveis foram obtidos com os *software* estatísticos Eviews 5.1 e Stata 10.

3.2 Descrição e operacionalização das variáveis

Neste estudo assume-se que a qualidade das práticas de governança corporativa influencia a classificação de crédito e *spread* das debêntures das empresas emissoras destes títulos. Será utilizado o de índice de governança corporativa, IGC_i , (variável independente) como uma aproximação para indicar a qualidade das práticas de governança corporativa. Esta *proxy* se baseará nos estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), e, Santos e Leal (2007). Este índice fornece uma pontuação para a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas listadas. Ele será utilizado nesta pesquisa por refletir diferentes atributos de governança que não são legalmente exigidos, mas são considerados como boas práticas de governança corporativa por padrões internacionais, e por ser baseado nas recomendações e sugestões do IBGC, CVM e Bovespa. Alternativamente, será utilizada a concentração de propriedade – CP (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003), como mecanismo de governança na análise do estudo.

A variável que se quer explicar, *Rating_{debêntures}*, é a qualidade de crédito das debêntures emitidas pelas empresas, que será representada pelos *ratings* atribuídos pelas empresas classificadoras de crédito do mercado brasileiro.

No presente trabalho, será analisada também a influência das práticas de governança corporativa das empresas no *spread* das debêntures (*Spread_{debentures}*). O *spread* da debênture é definido como uma taxa acima de uma taxa determinada de referência. Esse componente é especificado no próprio prospecto de emissão além e acima de uma taxa de referência. Os principais indicadores de referência são o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado), o DI (Depósitos Interfinanceiros), o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) e a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo). Foram excluídas da amostra as emissões de debêntures indexadas pelo IGP-M, IPCA e Dólar por representar uma pequena parcela das emissões (perfazendo aproximadamente 20% das emissões).

Foi selecionado um número adicional de variáveis explicativas, variáveis de controle, que segundo a literatura (como por exemplo, KAPLAN; URWITZ, 1979; EDERINGTON; YAWITZ; ROBERTS, 1984; FAMÁ; BARROS, 2000, BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; FRALETTI; EID JUNIOR, 2005; SHENG; SAITO, 2005; MINARDI; SANVICENTE; ARTES, 2006; ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; PAIVA; SAVOIA; CORRAR, 2008; BRADLEY et al., 2008) também podem influenciar os *ratings* e o *spread* das debêntures:

- Prazo - O prazo é definido, em anos, pela diferença entre a data de início da distribuição e a data de vencimento do título.
- Volume - O volume de emissão é ajustado em uma base logarítmica natural.
- Alavancagem - $\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo} / \text{Ativo total}$.
- Dívida de longo prazo sobre o Ativo - $\text{Exigível a longo prazo} / \text{Ativo total}$.
- CJ (Cobertura de juros) - $\text{Lucro antes de juros e imposto de renda (Resultado operacional)} / \text{Despesas financeiras}$.
- ROA (Retorno sobre os ativos) - $\text{Lucro operacional} / \text{Ativo total}$.
- QT (Q de Tobin) – $\text{Valor de mercado} + \text{Valor contábil da dívida (definido como passivo circulante mais exigível a longo prazo mais estoques menos o ativo circulante)} / \text{Ativo total}$.
- Tamanho - Log do ativo total.
- LG (Liquidez geral) - $\text{Ativo circulante} + \text{Realizável a longo prazo} / \text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo}$.
- Beta – Beta local da empresa - Indicador de risco sistemático obtido junto ao banco de dados da Económica (beta das ações mais negociadas de cada ano).

Apresenta-se agora, a operacionalização das principais variáveis do estudo:

- **IGC (Índice de Governança Corporativa)** – procura mensurar a qualidade das práticas de GC com a pontuação obtida por um questionário composto por 17 perguntas, será atribuído 1 (um) para cada resposta positiva, às boas práticas de GC, e 0 (zero) em caso contrário. Ele cobre 4 (quatro) dimensões: transparência, composição e funcionamento do conselho, propriedade e estrutura de controle e direitos dos acionistas.
- **CP (Concentração de propriedade)** - percentual de ações ordinárias mantidas pela empresa.
- **Rating_{debentures}** - os graus de *rating* foram associados à variável dependente categorizada de acordo com o quadro 5, sendo 7 o equivalente ao grau AAA e 1, ao *rating* mais baixo: D.

Para utilizar a informação dos *ratings* na análise dos diversos estudos, alguns autores como Sheng e Saito (2005, p. 12), Fraletti e Eid Júnior (2005, p. 8), e, Minardi, Sanvicente e Artes (2006, p. 14), transformaram as classificações de crédito em valores numéricos, convencionando uma equivalência entre os *ratings* emitidos pelas agências de classificação de crédito. Os números utilizados nesta escala são não quantitativos, pois, indicam apenas posições relativas a uma série ordenada. De maneira semelhante, aos autores citados, foi atribuído valores numéricos aos *ratings* emitidos pelas agências Standard & Poor's, Moody's, FitchRatings, SR Rating e Austin Rating, de forma equivalente, conforme apresentado no quadro 3.

Grau de Investimento					
Standard & Poor's	SR Rating	Austin Rating	Fitch Ratings	Moody's	Valores Atribuídos
AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa	10,0
AA+	AA+	AA+	AA+	Aa1	9,5
AA	AA	AA	AA	Aa2	9,0
AA-	AA-	AA-	AA-	Aa3	8,5
A+	A+	A+	A+	A1	8,0
A	A	A	A	A2	7,5
A-	A-	A-	A-	A3	7,0
BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Baa1	6,5
BBB	BBB	BBB	BBB	Baa2	6,0
BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	Baa3	5,5
Grau Especulativo					
BB+	BB+	BB+	BB+	Ba1	5,0
BB	BB	BB	BB	Ba2	4,5
BB-	BB-	BB-	BB-	Ba3	4,0
B+	B+	B+	B+	B1	3,5
B	B	B	B	B2	3,0
B-	B-	B-	B-	B3	2,5
CCC+	CCC	CCC	CCC+	Caa1	2,0
CCC			CCC	Caa2	2,0
CCC-			CCC-	Caa3	2,0
CC	CC	CC	CC	Ca	1,5
C	C	C	C	C	1,0
D	D	D	DDD, DD, D		0,5

Quadro 3 – Valores atribuídos aos *ratings*.

Contudo, é relevante observar os *ratings* das debêntures atribuídos pelas empresas de classificação de crédito, conforme apresentado no quadro 4.

Ano da Emissão	Empresa	Código do ativo	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	Austin	SR Rating
2005	Aços Villares	VILA17	brAA				
2005	ALL América	ALLG15			BBB+(bra)	AA	
2005	Ampla Energia e Serviços	AMPL23	brA				
2005	Braskem	BRAS13	brAA		AA(bra)		
2005	Celpe	CEPE12	brA+				
2005	CCR	CCRO12	brA+		A(bra)		
2005	Coelba	CEBA15	brAA-				
2005	Copel	CPEL13		Aa1.br	AA+(bra)		
2005	Elektro	EKTR12	brAA+				
2005	Eletropaulo	ELSP19			A(bra)		
2005	Localiza	RENT11	brAA-				
2005	Rio Grande Energia	RIGE12	brA+	Aa2.br			
2005	Sabesp	SBSP17	brA+				
2005	Tractebel Energia	TBLE11	brAA		AA(bra)		
2005	Vivo Participações	TSP12	brAA-				
2006	ALL América	ALLG16			BBB+(bra)		
2006	Ampla Energia e Serviços	AMPL14	brA				
2006	Bandeirante Energia	BANE13	brA	Aa3.br			
2006	Brasil Telecom	BRAT15	brAA+		AA+(bra)		
2006	Braskem	BKEM14	brAA				
2006	Celpe	CELP13	brA+				
2006	Cemig Distribuição	CMGD11		Aa3.br	A+(bra)		
2006	Cemig Geração	CMGT11		Aa3.br	A+(bra)		
2006	Copel	CPEL14			AA(bra)		
2006	CSN	CSNA14	brAA+		AA(bra)		
2006	Diagnósticos da América	DASA11	brA				
2006	Energisa	ENGI11			A(bra)		
2006	Enersul	ESUL16		A2.br			
2006	Escelsa	ESCE11	brA	Aa3.br			
2006	Gafisa	INHA14	brA				
2006	Itapebi Energia	ITPB12	brAA-				
2006	Net	PLIM16	brA+				
2006	TAM	TAMM11	brA+		A+(bra)		
2006	Telemar Norte Leste	TLNL11		Aaa.br			
2006	Vale	CVRD17		Aaa.br	AA+(bra)		
2007	BR Malls Participações S.A.	BRML11	brA		A(bra)		
2007	Cemig Distribuição	CMDT12			A+(bra)		
2007	Coelba	COEL16	brAA-				
2007	Company	CPNY13			A-(bra)		brA+
2007	Cosem	CRGN14	brAA-				
2007	CPFL Energia S.A.	DRFT13	brA+				
2007	Cyrela Brazil Realty	CYRE11	brAA-				
2007	Eletropaulo	ELSP10	brA		A(bra)		
2007	Escelsa	ESCE12		A2.br			
2007	Energipe	ENSE11			A(bra)		
2007	Even Construtora	EVEC12			A-(bra)		
2007	Iguatemi Shopping Centers S.A.	IGTA11	brAA-				
2007	J. Macedo	JMCD11	brA-				
2007	Klablin Segall S.A.	KSSA11	brBBB+				
2007	Light S.A.	LSEL15	brA-				
2007	Localiza Rent a Car S.A.	LCRC12	brAA-	Aa2.br			
2007	Lojas Americanas	LAME13			A(bra)		
2007	PDG Realty S.A.	PDGE11	brBBB+				
2007	Rossi Residencial S.A.	ROSI11	brA-				
2007	Santher	STTZ14	brA+				
2007	TermoPernambuco	TMPE12	brAA				
2007	Tractebel Energia S.A.	TRAC12	brAA		AA(bra)		

Quadro 4 - Ratings das debêntures de acordo com as agências classificadoras.

Fonte: SND, 2009.

Analisando o quadro acima, percebe-se que os *ratings* atribuídos concentram-se na faixa de grau de investimento. Ressalta-se que para os títulos com mais de 1 (um) *rating* atribuído foi utilizada uma equivalência entre os *ratings*, como pode ser visto no quadro 3, permanecendo apenas 1(um) *rating*.

Desta forma, foram resumidos os valores atribuídos à classificação dos *ratings*, usando uma categorização em 13 (treze) níveis/graus de *ratings*, de acordo com o quadro 5.

Grau de <i>rating</i>	<i>Ratings</i> _{debêntures}
AAA	7,0
AA+	6,5
AA	6,0
AA-	5,5
A+	5,0
A	4,5
A-	4,0
BBB+	3,5
BBB	3,0
BBB-	2,5
BB e B	2,0
CCC,CC, C	1,5
D	1,0

Quadro 5 – *Ratings* categorizados.

- ***Spread*_{debentures}** – a remuneração percentual específica do prospecto de emissão da debênture cujo valor excede a variação do DI – Depósitos Interfinanceiros (Mellone; Eid Júnior; Rochman, 2002; Sheng; Saito, 2005).

3.3 Modelo de dados ordenados

Nos modelos de dados ordenados, como o nome sugere, se y é uma resposta ordenada, então os valores atribuídos a cada resultado já não são arbitrários. Por exemplo, y pode ser um *rating* de crédito numa escala de zero a seis, com $y = 6$ representando a mais elevada classificação e $y = 0$ a mais baixa classificação. Apesar de 6 ser uma classificação melhor que 5, a própria notação de crédito só tem significado ordinal (WOOLDRIDGE, 2002).

Ainda segundo Wooldridge (2002), como no modelo de variável dependente binária, é possível modelar a resposta observada por considerar a variável latente y^* (variável ordinal que determina o *rating* das debêntures) que depende linearmente das variáveis explicativas $\mathbf{x}_i$. Assume-se que a variável latente y^* é determinada por:

$$y^* = \mathbf{x}\boldsymbol{\beta} + \mathbf{e}. \quad \mathbf{e} \mid \mathbf{x} \sim \text{Normal}(0,1)$$

Onde, $\boldsymbol{\beta}$ é um vetor de parâmetros desconhecidos, $\mathbf{x}$ é o vetor que representa o índice de governança, e as variáveis de controle, e, $\mathbf{e}$ é uma variável aleatória.

Os *ratings* observados são baseados na variável latente y^* de acordo com a seguinte regra:

$$y = 0 \text{ se } y^* \leq \alpha_1$$

$$y = 1 \text{ se } \alpha_1 < y^* \leq \alpha_2$$

...

$$y = J \text{ se } \alpha_J < y^*$$

Por exemplo, se y assume os valores 0, 1 e 2, então existem dois pontos de corte, α_1 e α_2 . Dada a normal padrão assumida para $\mathbf{e}$, calcula-se cada probabilidade de resposta:

$$P(y = 0 \mid \mathbf{x}) = P(y^* \leq \alpha_1 \mid \mathbf{x}) = P(\mathbf{x}\boldsymbol{\beta} + \mathbf{e} \leq \alpha_1 \mid \mathbf{x}) = \Phi(\alpha_1 - \mathbf{x}\boldsymbol{\beta})$$

$$P(y = 1 \mid \mathbf{x}) = P(\alpha_1 \leq y^* \leq \alpha_2 \mid \mathbf{x}) = \Phi(\alpha_2 - \mathbf{x}\boldsymbol{\beta}) - \Phi(\alpha_1 - \mathbf{x}\boldsymbol{\beta})$$

...

$$P(y = J \mid \mathbf{x}) = P(\alpha_J < y^* \mid \mathbf{x}) = 1 - \Phi(\alpha_J - \mathbf{x}\boldsymbol{\beta})$$

Onde, Φ é a função distribuição cumulativa de e . Os parâmetros α e β podem ser estimados por máxima verossimilhança. Para cada i , a função de log-likelihood é:

$$\ell_i(\alpha, \beta) = 1 [y_i = 0] \log [\Phi(\alpha_1 - \mathbf{x}_i\beta)] + 1 [y_i = 1] \log [\Phi(\alpha_2 - \mathbf{x}_i\beta) - \Phi(\alpha_1 - \mathbf{x}_i\beta)] + \dots + 1 [y_i = J] \log [1 - \Phi(\alpha_J - \mathbf{x}_i\beta)]$$

Outras funções de distribuição podem ser usadas no lugar de Φ . Trocando Φ por uma função logit, Λ , tem-se um modelo logit ordenado.

Na maioria dos casos, segundo Wooldridge (2002), não se está interessado em $E(y^* | \mathbf{x}) = \mathbf{x}\beta$, e sim na probabilidade de resposta $P(y = j | \mathbf{x})$, tal como no caso de respostas ordenadas. Para as probabilidades de resposta, os efeitos marginais são:

$$\begin{aligned} \partial p_0(y = 0 | \mathbf{x}) / \partial \mathbf{x} &= - \Pi(\alpha_1 - \mathbf{x}\beta) \beta, \\ \partial p_j(y = 1 | \mathbf{x}) / \partial \mathbf{x} &= [\Pi(\alpha_{j-1} - \mathbf{x}\beta) - \Pi(\alpha_j - \mathbf{x}\beta)] \beta, \\ \partial p_J(y = 2 | \mathbf{x}) / \partial \mathbf{x} &= \Pi(\alpha_J - \mathbf{x}\beta) \beta, \quad 0 < j < J \end{aligned}$$

Onde, Π é uma função densidade de probabilidade e .

Para uma mudança de $\mathbf{x}_i$, o sinal de β mostra a direção que essa mudança irá causar na probabilidade de y cair nos extremos do *ranking*, ou seja, $y=0$ ou $y=2$. Como se pode verificar, o sinal negativo da $\partial p_0(y = 0) / \partial \mathbf{x}$ faz com que as mudanças se dêem na direção oposta de β para $P(y = 0)$. Já a $P(y = 2)$ muda na mesma direção de β , em virtude do sinal positivo (QUANTITATIVE MICRO SOFTWARE, 2004). Por fim, o efeito de uma queda da probabilidade no *ranking* intermediário é dado por:

$$\partial p_j(y = 1) / \partial \mathbf{x} = [\Pi(\alpha_{j-1} - \mathbf{x}\beta) - \Pi(\alpha_j - \mathbf{x}\beta)] \beta$$

Nesse caso, como não se sabe se $\Pi(\alpha_1 - \mathbf{x}\beta)$ é maior ou menor que $\Pi(\alpha_J - \mathbf{x}\beta)$, torna-se impossível determinar, *a priori*, o sinal desse efeito.

3.4 Limitações da pesquisa

Nesta pesquisa utiliza-se o modelo *probit* ordenado, para análise dos *ratings* das debêntures, por apresentar como característica principal a variável dependente como sendo do tipo ordinal discreta. Kaplan e Urwitz (1979) ressaltam que o modelo logístico ordenado é superior às técnicas de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Análise Discriminante Múltipla, porque trata a variável dependente como latente. Isto porque, no modelo logístico ordenado observa-se a qualidade de crédito ou a probabilidade de inadimplência. Para a análise do *spread* das debêntures foi utilizado o Método de Mínimos Quadrados Ordinários.

Entre as limitações da pesquisa estão questões como:

- Variáveis omitidas: pode existir a omissão de variáveis importantes no modelo de estudo. Para diminuir esse problema, foi feita uma revisão da literatura, na qual se procurou incluir as variáveis relevantes relacionadas ao estudo;
- Problemas de heterocedasticidade serão resolvidos com a utilização de regressões com correção da matriz de White;
- Podem existir problemas de endogeneidade nas variáveis assumidas como exógenas, quando na realidade trata-se de variáveis endógenas. Para resolver este problema, uma possibilidade é estimar pelo método de Mínimos Quadrados de Dois Estágios – MQ2E (WOOLDRIDGE, 2002). Para Ittner e Larcker (2001), ao utilizar o método MQ2E, que depende de variáveis instrumentais, para gerar valores previstos das variáveis independentes que estão correlacionadas com o termo de erro, em muitas pesquisas contábeis as variáveis instrumentais são muito difíceis de identificar. Hermalin e Weisbach (2003) afirmam que isto é plausível no que diz respeito aos atributos de governança quando não há uma teoria bem desenvolvida. Ainda segundo os autores, a falta de uma teoria sobre os determinantes da governança corporativa leva a questionar a adequação de qualquer abordagem de variáveis instrumentais para lidar com

questões de endogeneidade neste contexto. Portanto, no presente trabalho o possível problema da endogeneidade não foi analisado pela dificuldade de imaginar quais variáveis econômicas seriam relacionadas com a nossa variável de governança e correlacionadas com os ratings de crédito das debêntures, bem como na formação do spread destes títulos.

- É possível que existam correlações significativas entre as variáveis independentes. A esse respeito, serão examinadas as correlações existentes entre essas variáveis nos resultados do teste de Pearson. Caso existam correlações importantes, poderá se decidir pela exclusão da variável.

A ausência de uma amostra relativamente grande também pode ser um fator limitante, pois quanto maior o tamanho da amostra melhor será a representação dos possíveis efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* de crédito e spreads das debêntures.

4 Discussão dos resultados

4.1 Caracterização das empresas investigadas

Nesta etapa, serão apresentados os setores que emitiram debêntures, bem como a finalidade destes recursos. Por fim, apresentam-se os prazos de vencimento destes títulos e o questionário que compôs o índice de governança, com o percentual das respostas das empresas analisadas.

Apresenta-se na figura 2, o volume de debêntures registradas por ramo atividade.

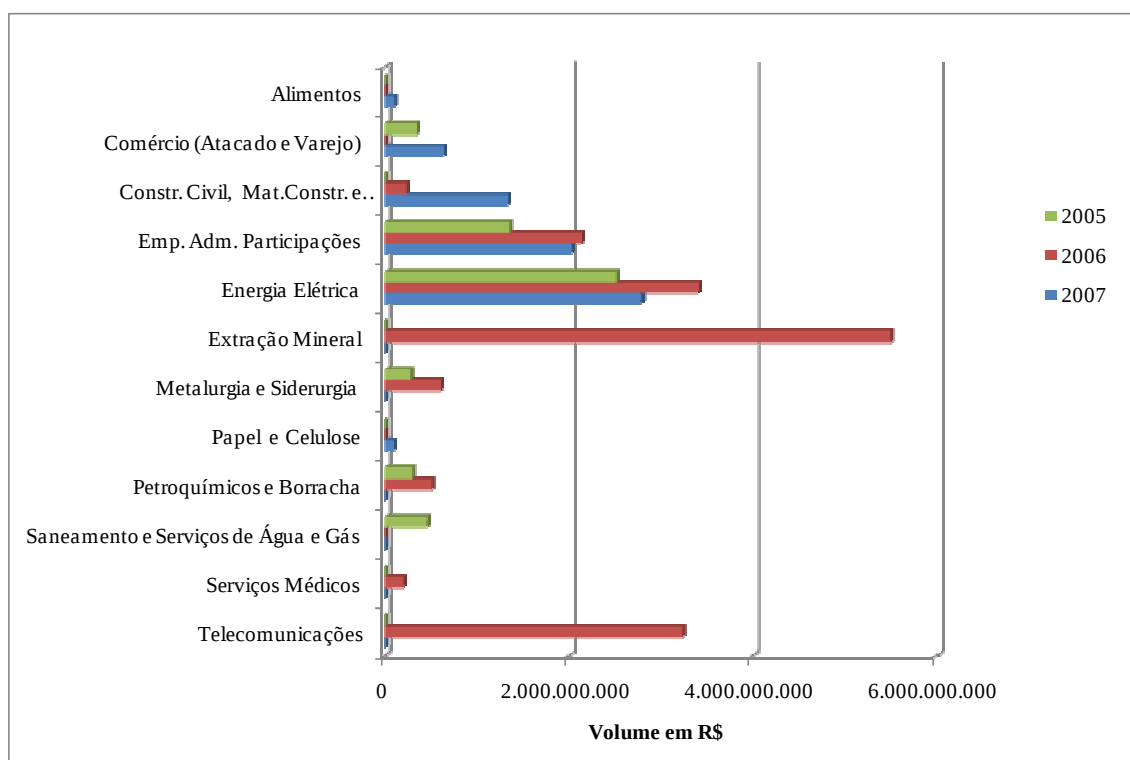


Figura 2 - **Volume de debêntures registradas por ramo de atividade no período de 2005 a 2007**

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2009.

Em 2005 o setor que mais buscou recursos com debêntures foi o de energia elétrica com R\$ 2.518.700.000 bilhões, seguido pelo setor de empresas administradoras de participações, R\$ 1.350.000.000 bilhões, e saneamento e serviços de água e gás com R\$ 450.000.000 milhões. Já no ano de 2006, das empresas analisadas, o setor de extração mineral buscou recursos no mercado de debêntures no valor de R\$ 5.500.000.000 bilhões, seguido

pelo setor de energia elétrica – R\$ 3.409.420.015 bilhões, e, telecomunicações com R\$ 3.240.000.000 bilhões. Em 2007, houve uma maior concentração na captação de recursos por empresas de energia elétrica – R\$ 2.790.768.000 bilhões, seguido dos setores de empresas administradoras de participações – R\$ 2.020.000.000 bilhões, e, construção civil, material de construção e decoração – R\$ 1.327.500.000 bilhões.

Destacam-se as relevantes captações realizadas pelos setores – energia elétrica, empresas administradoras de participações, extração mineral e telecomunicações. Os negócios estiveram concentrados principalmente nas debêntures remuneradas à Taxa DI (80% das emissões).

Em seguida, apresenta-se a finalidade dos recursos captados pelas empresas analisadas, conforme a figura 3.

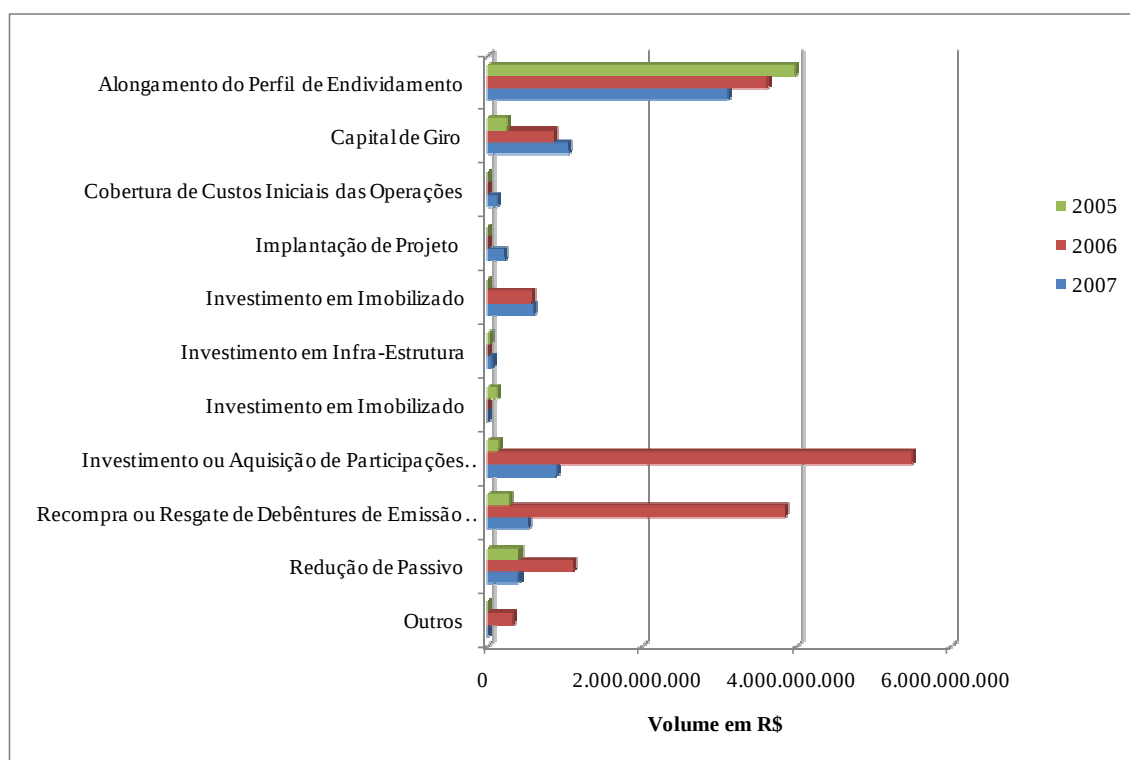


Figura 3 - Volume de debêntures registradas por destinação de recursos no período de 2005 a 2007
Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2009.

Dos recursos capitados em debêntures pelas empresas analisadas, em 2005, R\$ 3.976.825.000 bilhões foram destinados para alongamento do perfil de endividamento, R\$

414.900.000 milhões para redução do passivo, e, R\$ 291.550.000 milhões para recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior.

Em 2006, R\$ 5.500.000.000 bilhões foram destinados a investimento ou aquisição de participações societárias, R\$ 3.840.476.497 bilhões para recompra ou resgate de debênture de emissão anterior e R\$ 3.617.936.000 bilhões para alongamento do perfil de endividamento. Já no ano de 2007 a maior parcela de recursos capitados foi destinada ao alongamento do perfil de endividamento – R\$ 3.111.624.000 bilhões, R\$ 1.048.000.750 bilhões para capital de giro e R\$ 890.546.020 milhões para investimento ou aquisição de participações societárias.

As melhores condições econômicas do país (controle inflacionário, redução do risco-país, queda da taxa de juros etc), possibilitaram um ambiente propício para maiores investimentos por parte das empresas. Este cenário positivo foi acompanhado no mercado de capitais com o crescente número de emissões de debêntures nos últimos anos, destinadas à rolagem e troca de dívidas e a investimentos ou aquisição de participações societárias.

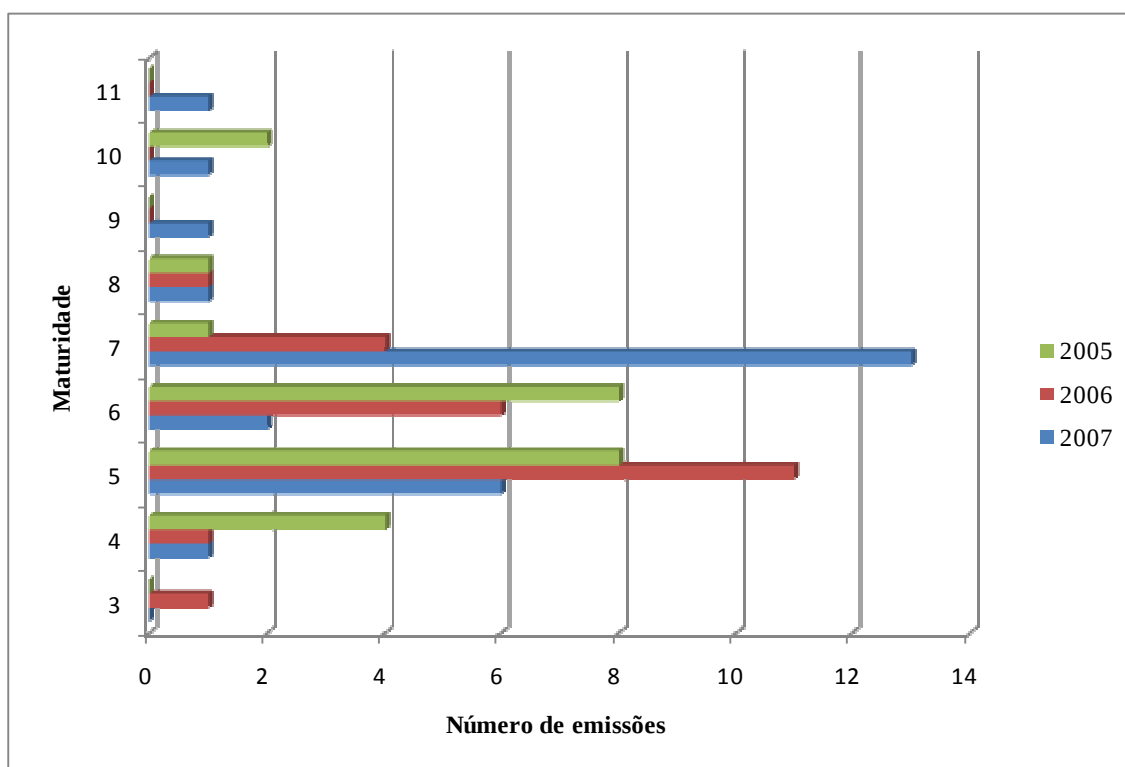


Figura 4 – Prazo das emissões de debêntures por ano.

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2009.

Em relação aos prazos de vencimento das debêntures, pode ser visualizado na figura 4, que nos anos pesquisados há uma maior concentração de emissões com maturidade entre 5 e 7 anos. Observa-se também que em 2007 há um incremento de títulos com prazos de vencimentos maiores (acima de 7 anos), demonstrando a confiança das empresas no cenário econômico do país. Pode-se observar também no quadro 7, os prazos de vencimento das debêntures, e a quantidade emitida destes títulos no período analisado.

Prazo de Vencimento	Quantidade		
	2005	2006	2007
3	0	1	0
4	4	1	1
5	8	11	6
6	8	6	2
7	1	4	13
8	1	1	1
9	0	0	1
10	2	0	1
11	0	0	1
Total	24	24	26

Quadro 7 – **Prazo das emissões de debêntures por ano**
 Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2009.

A seguir, no quadro 8, pode-se observar os percentuais de respostas positivas para as 17 perguntas binárias e objetivas que compõem o Índice de Governança Corporativa das Listadas na Bovespa que emitiram debêntures no mercado primário, de acordo com as dimensões: transparência, composição e funcionamento do conselho, estrutura de controle e propriedade, e direitos do acionista.

Índice de Governança Corporativa			
Questões segundo as dimensões de governança	2005	2006	2007
Transparência			
1. A empresa elabora seus relatórios financeiros, requeridos por lei, no prazo definido?	100,00%	85,71%	92,31%
2. A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?	61,54%	71,43%	76,92%
3. A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	92,31%	85,71%	84,62%
4. A companhia apresenta no seu website ou nas informações anuais (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	100,00%	85,71%	100,00%
5. A empresa teve parecer de auditoria independente com ressalvas nos anos de 2004, 2005 e 2006?	92,31%	100,00%	100,00%
Composição e funcionamento do conselho			
6. O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	92,31%	92,86%	69,23%
7. O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	38,46%	64,29%	38,46%
8. O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?	46,15%	50,00%	69,23%
9. Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?	15,38%	35,71%	38,46%
10. A empresa possui Conselho Fiscal permanente?	46,15%	50,00%	23,08%
Estrutura de controle e propriedade			
11. O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	7,69%	28,57%	46,15%
12. A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?	46,15%	42,86%	69,23%
13. A relação entre participação no fluxo de caixa e direito de voto do último controlador é superior a 1?	46,15%	42,86%	69,23%
14. A empresa tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	69,23%	64,29%	69,23%
Direitos do acionista			
15. O Estatuto da companhia estabelece arbitragem para resolver conflitos corporativos?	38,46%	35,71%	76,92%
16. O Estatuto da companhia concede direitos de voto além do que é legalmente exigido?	38,46%	57,14%	76,92%
17. A empresa garante o direito de <i>tag-along</i> além do que é requerido em lei?	46,15%	42,86%	84,62%

Quadro 8 – Respostas do questionário para composição do índice de governança corporativa

Em relação à dimensão transparência, verifica-se que as empresas têm valorizado os relatórios financeiros, cumprindo os prazos exigidos por lei. Além, de apresentar uma maior preocupação em divulgar informações sobre a remuneração dos diretores e dos membros do conselho em seu *website* ou nas informações anuais (IAN), e, não possuir ressalvas nos pareceres de auditoria, demonstrando a garantia de que as informações prestadas representam adequadamente a situação financeira da empresa. Tais informações contribuem para uma melhor avaliação da qualidade gerencial da organização e dos riscos aos quais ela esta disposta a submeter-se.

Quanto à dimensão composição e funcionamento do conselho, observa-se que ao longo do período avaliado mais de 69% das empresas possuem pessoas diferentes nos cargos de presidente do conselho e presidente geral da empresa, evitando desta forma a concentração de poder, e, prezando por uma supervisão adequada da gestão. E acima de 46% das empresas seguem a recomendação sobre o número de membros do conselho – entre 5 e 9 membros.

Vale ressaltar que em 2007 o número de empresas com conselho fiscal permanente diminuiu, 23% de empresas, pois a sua existência contínua diminui o risco de expropriação do minoritário e melhora a percepção de segurança do ambiente corporativo.

Na dimensão estrutura de controle e propriedade, as empresas seguem as boas práticas de governança promovendo a dispersão de capital (*free float*), entretanto elas apresentam ainda estrutura de propriedade bastante concentrada.

A dimensão direitos do acionista apresenta empresas que possuem uma boa proteção ao acionista, estabelecendo *tag along* aos acionistas minoritários e direitos de voto além do exigido por lei.

4.2 Estatística descritiva e correlações entre as variáveis

Apresenta-se agora a estatística descritiva e a correlação das variáveis utilizadas neste trabalho.

Foram realizadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) das variáveis, os resultados são apresentados na tabela 1.

Os resultados da tabela 1 mostram que as empresas que emitiram debêntures no período analisado possuem um bom nível de governança, com uma mediana igual a 10, nos dois primeiros anos, e igual a 13 no ano de 2007, sendo a pontuação máxima obtida de 15 pontos.

Em relação ao *rating* atribuído pelas agências classificadoras, as empresas apresentam uma boa qualidade de crédito, com boa capacidade de honrar seus compromissos financeiros. Os *spreads* pagos pelas empresas apresentam-se próximos de 1%, em média, ao longo dos anos. As variáveis volume e prazo (características das debêntures), mostram que em média as emissões possuem prazo de vencimento de 6 anos, com elevados volumes emitidos.

Quanto às variáveis de estrutura de capital (ALAV, DLP e CJ), as empresas apresentam-se pouco alavancadas, com poucas dívidas de longo prazo, e com uma boa capacidade de pagamento de juros previstos em contratos. Em relação ao desempenho (ROA e QT), as empresas apresentam um bom potencial de valorização (Q de Tobin), com médias de 14%, 45% e 65% em relação ao total do investimento, no período analisado. Sobre as variáveis de risco (LG e BETA), as empresas em média não apresentam situação financeira satisfatória nos anos de 2005 e 2006 (liquidez geral). Neste mesmo período, as empresas apresentam oscilações abaixo do mercado, ou seja, os ativos destas empresas apresentam uma menor valorização comparada com um índice de mercado.

A correlação entre as variáveis do estudo apresenta-se na tabela 2. Neste momento, foi observada a influência das variáveis explicativas sobre as variáveis dependentes, ou seja, percebe-se se estas variáveis influenciam positiva ou negativamente.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do estudo.

Estão apresentadas, as descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) das variáveis utilizadas neste estudo, ou seja, o Índice de Governança Corporativa das Empresas Listadas na Bovespa (IGC) que emitiram debêntures no mercado primário nos anos de 2005 a 2007, a concentração de propriedade - CP (percentual de ações ordinárias mantidas pela empresa), a classificação de crédito das debêntures (RATING), o *spread* da debênture (SPREAD), o volume da emissão das debêntures (VOLUME), o prazo de vencimento da debênture (PRAZO), alavancagem (ALAV), dívida de longo prazo sobre o ativo (DLP), cobertura de juros (CJ), retorno sobre o ativo (ROA), Q de Tobin (QT), tamanho da empresa (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.2.

Variável	Média			Mediana			Mínimo			Máximo			Desvio Padrão		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
IGC	9,6923	10,3571	11,6923	10,0000	10,0000	13,0000	7,0000	6,0000	7,0000	14,0000	15,0000	15,0000	2,4625	2,5901	2,9264
CP	0,6084	0,5494	0,5190	0,5137	0,5002	0,4407	0,3061	0,1014	0,1770	0,9970	1,0000	1,0000	0,2404	0,2776	0,2759
RATING	5,3462	5,3571	4,6538	5,5000	5,0000	4,5000	3,5000	3,5000	3,5000	6,5000	7,0000	5,5000	0,8752	0,9889	0,8006
SPREAD	0,0139	0,0071	0,0076	0,0130	0,0061	0,0060	0,0064	0,0024	0,0044	0,0274	0,0150	0,0150	0,0065	0,0033	0,0031
VOLUME	19,1992	20,0911	19,3419	19,3370	20,1043	19,3370	17,0813	18,9513	17,4662	19,9023	21,2057	20,7233	0,7396	0,6761	0,8612
PRAZO	5,9231	5,3571	6,5385	6,0000	5,0000	7,0000	4,0000	3,0000	5,0000	10,0000	7,0000	7,0000	1,6564	1,0818	0,7763
ALAV	0,6352	0,7194	0,6160	0,6447	0,6576	0,6058	0,4905	0,4485	0,3956	0,8241	2,0064	0,9136	0,1055	0,3824	0,1405
DLP	0,3838	0,4485	0,3430	0,4106	0,3983	0,3312	0,2634	0,2256	0,2448	0,5306	1,0810	0,5067	0,0886	0,2114	0,0803
CJ	1,4367	1,7197	2,1202	1,1458	0,9538	2,1189	0,0000	0,0756	0,4485	4,0054	6,9527	4,2491	1,2068	2,0349	1,0065
ROA	0,1018	0,0708	0,0961	0,0713	0,0636	0,0826	-0,0330	0,0073	0,0396	0,2270	0,1793	0,1920	0,0804	0,0560	0,0512
QT	1,1410	1,4532	1,6453	0,9064	1,1872	1,4523	0,6599	0,7246	0,9289	2,5957	2,6214	2,6962	0,6180	0,6844	0,5675
TAMANHO	15,5126	15,9265	14,9488	15,2128	15,8021	14,7567	14,3007	13,8340	13,5144	16,6738	18,6278	16,5625	0,8084	1,2821	0,9696
LG	0,6934	0,8643	1,1823	0,6962	0,7402	1,1358	0,3681	0,4346	0,2816	1,0532	2,1886	2,0919	0,2144	0,4363	0,5931
BETA	0,5538	0,7429	1,3538	0,6000	0,8500	1,2000	-0,2000	-0,6000	0,5000	1,2000	2,1000	2,7000	0,4196	0,6442	0,6398
Amostra	13	14	13	13	14	13	13	14	13	13	14	13	13	14	13

Tabela 2 – **Correlação das variáveis para análise do *rating* e *spread*.**

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Listadas na Bovespa que emitiram debêntures no mercado primário nos anos de 2005 a 2007 (IGC), a concentração de propriedade - CP (percentual de ações ordinárias mantidas pela empresa), a classificação de crédito das debêntures (RATING), o *spread* da debênture (SPREAD), o volume da emissão das debêntures (VOLUME), o prazo de vencimento da debênture (PRAZO), alavancagem (ALAV), dívida de longo prazo sobre o ativo (DLP), cobertura de juros (CJ), retorno sobre o ativo (ROA), Q de Tobin (QT), tamanho (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). Os resultados estatisticamente significativos até 10% estão em negrito.

Variáveis	IGC	CP	RATING	SPREAD	VOLUME	PRAZO	ALAV	DLP	CJ	ROA	QT	TAMANHO	LG	BETA
IGC	1													
CP	-0,5124	1												
RATING	-0,4580	0,1238	1											
SPREAD	-0,1358	0,0042	-0,1853	1										
VOLUME	-0,1555	-0,0601	0,4006	-0,1261	1									
PRAZO	0,2462	-0,2122	-0,1521	-0,1182	-0,1053	1								
ALAV	-0,1617	-0,0242	0,1265	-0,0971	0,1789	-0,0592	1							
DLP	-0,0463	0,1108	0,0740	-0,0330	0,3185	-0,1653	0,8423	1						
CJ	0,2239	-0,1108	0,2187	-0,3486	0,1207	-0,1750	-0,2670	-0,1733	1					
ROA	-0,1156	0,2082	0,2841	-0,1666	0,0338	-0,1248	-0,1482	-0,1493	0,6178	1				
QT	0,4650	-0,3421	-0,3118	-0,3283	-0,0919	0,1308	-0,1186	-0,1705	0,2269	0,2375	1			
TAMANHO	-0,2298	0,0045	0,4479	-0,0567	0,6631	-0,1672	0,1271	0,2614	0,2032	-0,0302	-0,3374	1		
LG	0,3023	-0,1759	-0,3592	-0,0010	-0,1749	0,0805	-0,3020	-0,4024	0,0461	-0,1490	0,1134	-0,5000	1	
BETA	0,3487	-0,2636	-0,2043	-0,2865	0,1082	0,1881	-0,1949	-0,1685	0,1829	-0,0758	0,1971	0,0300	0,2338	1

4.3 Os efeitos das práticas de governança sobre os *ratings*.

De maneira semelhante aos diversos estudos que buscaram investigar a influência da governança corporativa sobre a qualidade de crédito de títulos de dívida, neste estudo também foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3.1.

A amostra foi composta pelas empresas de capital aberto listadas na Bovespa, cujas emissões de debêntures públicas do mercado primário contemplaram os anos de 2005 a 2007 e tiveram pelo menos uma classificação de risco crédito atribuída por alguma empresa especializada. Foram excluídas da amostra 15 empresas por não apresentarem os dados necessários para compor as variáveis utilizadas neste estudo, resultando numa amostra final de 42 empresas (para os três anos).

Para esta análise foi utilizado o método *ordered probit*. Na regressão econométrica foram utilizadas variáveis *dummy* (D2005, D2006, D2007), para capturar o efeito do tempo sobre as variáveis, visto que foi analisado um corte transversal agrupado. Para corrigir os problemas da heterocedasticidade foi utilizada a matriz de White nas regressões. Segundo Wooldridge (2002), os coeficientes das variáveis explicativas serão inconsistentes na presença da heterocedasticidade.

As variáveis de controle foram utilizadas em conjunto com a variável de governança (IGC ou CP), observando as correlações entre as variáveis e alternando-as (características das debêntures, de estrutura de capital, desempenho e risco).

Os resultados obtidos (tabela 3) mostram que as práticas de governança influenciam negativamente a qualidade de crédito das debêntures (apresentando significância estatística em todos os modelos), sinalizando que quanto melhores forem as práticas de governança (medido pelo IGC) menor seria a classificação de crédito das debêntures. Resultado curioso, pois se pressupõe que quanto mais bem governada é a empresa melhor seria a qualidade de crédito dos papéis emitidos por ela.

Dentre as variáveis de controle, apenas ALAV não manteve o sinal constante, a variável ALAV muda de sinal no momento em que é alternada a variável de governança (IGC e CP). Destaca-se aqui, as variáveis: VOLUME, CJ, ROA e TAMANHO, por apresentarem significância estatística e por manterem o sinal positivo ao longo das estimações, mostrando a importância destas variáveis na influência da qualidade de crédito das debêntures. Indicando que quanto maior o *volume* da emissão de debêntures melhor seria a classificação de crédito, pois o tamanho da emissão está associado à liquidez e à transparência das informações sobre a emissão. Quanto maior a *cobertura de juros* (cobertura de juros de contratos assumidos pela empresa), maior será o *rating* atribuído a debênture. Já o resultado da variável ROA – Retorno sobre os ativos, indica que quanto maior o desempenho da empresa maior será a classificação de crédito atribuída à debênture. Quanto maior o tamanho da empresa, em tese elas possuem maior acesso a financiamentos por possuir elevado patrimônio como garantia, melhor seria classificações de crédito. Sobre as variáveis *dummy* de tempo (variáveis que capturam o efeito do tempo), apenas o ano de 2007 (D2007) apresentou-se estatisticamente significativo em algumas estimações, não permitindo desta maneira, aferir sobre a influência do tempo na classificação de crédito destes títulos.

Em relação à variável de concentração de propriedade (CP), quando em substituição ao índice de governança não apresentou significância estatística.

Porém, apresentou sinal positivo, resultado semelhante aos estudos de Bhojraj e Sengupta (2003) e Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006). Indicando apenas uma sinalização da influência da estrutura de propriedade sobre a classificação de crédito das debêntures.

Tabela 3 – Efeito do índice de governança corporativa sobre o *rating* das debêntures

As variáveis utilizadas foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Listadas na Bovespa que emitiram debêntures no mercado primário nos anos de 2005 a 2007 (IGC), a concentração de propriedade - CP (percentual de ações ordinárias mantidas pela empresa), a classificação de crédito das debêntures (RATING), o volume da emissão das debêntures (VOLUME), o prazo de vencimento da debênture (PRAZO), alavancagem

(ALAV), dívida de longo prazo sobre o ativo (DLP), cobertura de juros (CJ), retorno sobre o ativo (ROA), Q de Tobin (QT), tamanho (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.2. A amostra é formada por 42 empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa. Os dados são relativos aos anos de 2005 a 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β), a estatística z, e a significância estatística. Os coeficientes foram estimados pelo método *ordered probit*. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. Os valores em negrito são estatisticamente significantes a 5% e a 10%.

Variáveis		Rating							
		A	B	C	D	E	F	G	H
IGC	β	-1.454038	-1.795247	-.2258101	-.164523				
	z	-2.68	-3.06	-4.60	-2.79				
	sig.	0.007	0.002	0.000	0.005				
CP	β					.3035824	.3187566	.6450547	.5138077
	z					0.45	0.44	1.00	0.74
	sig.					0.656	0.658	0.319	0.461
VOLUME	β	.6068556	.6775016		.6219028	.6969453	.6625151		
	z	2.67	2.86		2.64	2.54	2.45		
	sig.	0.008	0.004		0.008	0.011	0.014		
PRAZO	β			.1663969				.0820395	.0076971
	z			1.18				0.63	0.07
	sig.			0.239				0.531	0.947
ALAV	β	-.1164273				.2181363		.5322164	
	z	-0.14				0.37		0.97	
	sig.	0.888				0.708		0.332	
DLP	β		-.930187	-.1642938	-1.646273		-2.221495		-1.230082
	z		-0.56	-0.11	-0.76		-0.99		-0.83
	sig.		0.573	0.914	0.450		0.320		0.404
CJ	β		.3368048	.3342357	.3170879		.2531595	.2404511	
	z		3.32	3.16	3.11		2.54	2.07	
	sig.		0.001	0.002	0.002		0.011	0.039	
ROA	β	5.533823				5.683752			
	z	2.04				1.74			
	sig.	0.041				0.082			
QT	β		-.2607258		-.3495361		-.5498527		
	z		-0.89		-1.30		-1.91		
	sig.		0.373		0.194		0.056		
TAMANHO	β			.3215267				.400897	.5393397
	z			1.92				2.47	3.57
	sig.			0.055				0.013	0.000
LG	β	-.3373335			-.5991625		-.7983125		
	z	-0.87			-1.44		-2.05		
	sig.	0.385			0.151		0.041		
BETA	β		-.1652257	-.1027428		-.1417802		-.2170955	-.2912901
	z		-0.65	-0.40		-0.56		-0.93	-1.04
	sig.		0.519	0.692		0.572		0.351	0.297
D2005	β	.090227	.2781518	-.1782527	.6128791	.3367024	.0696678	.0492983	-.070862
	z	0.19	0.65	-0.45	1.30	0.82	0.16	0.11	-0.18
	sig.	0.847	0.519	0.656	0.194	0.415	0.873	0.910	0.858
D2006	β								
	z								
	sig.								
D2007	β	-.4781345	-.4771166	-.7739669	.5365463	-.5158539	-.5757037	-.5903862	-.3330332
	z	-1.14	-1.00	-1.67	1.24	-1.15	-1.30	-1.31	-0.79
	sig.	0.255	0.320	0.094	0.215	0.250	0.192	0.191	0.431
Wald chi2		39.82	46.17	49.49	64.36	25.22	69.83	48.42	17.89
sig.		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0007	0.0000	0.0000	0.0125
R ²		0.1492	0.1727	0.1535	0.1821	0.1180	0.1551	0.1053	0.0870

4.4 Os efeitos das práticas de governança sobre os *spreads*

Na análise da influência das práticas de governança corporativa sobre o *spread* das debêntures foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3.1. Nesta análise foi utilizado o método de Mínimos Quadrados Ordinários – MQO. Para verificar a existência da heterocedasticidade foi utilizado o teste de Breusch-Pagan, e posteriormente a heterocedasticidade foi corrigida com a matriz de White.

Neste trabalho, foram analisadas as empresas cujas emissões eram indexadas pela DI – Depósitos Interfinanceiros, resultando numa amostra de 40 empresas. De maneira semelhante ao item 4.3, foram utilizadas variáveis de controle e variáveis *dummy* (para capturar o efeito do tempo sobre as variáveis do estudo) nesta análise.

Os resultados das regressões múltiplas, que podem ser vistos na tabela 4, mostram que o índice de governança corporativa – IGC apresentou alguns resultados significativos, mas não manteve o sinal constante. Desta forma, não foi possível ser conclusivo sobre o sentido de sua relação com o *spread* das debêntures. Ao substituir o índice de governança pela concentração de propriedade, esta apresentou uma relação negativa com o *spread* (corroborando com os estudos de Bhojraj e Sengupta (2003) e Bradley et al. (2008)), porém nem sempre significativa. Isto pode ser visto como uma sinalização de que o *spread* das debêntures tende a ser menor em empresas com alta concentração de propriedade.

Vale observar que as variáveis: VOLUME, CJ, BETA e RATING se mostraram estatisticamente significante e com sinal constante. A variável *volume* apresentou uma relação positiva com o *spread*.

Tabela 4 – Efeito do índice de governança corporativa sobre o *spread* das debêntures

As variáveis utilizadas foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Listadas na Bovespa que emitiram debêntures no mercado primário nos anos de 2005 a 2007 (IGC), a concentração de propriedade - CP (percentual de ações ordinárias mantidas pela empresa), a classificação de crédito das debêntures (RATING), o *spread* da debênture (SPREAD), o volume da emissão das debêntures (VOLUME), o prazo de vencimento da debênture (PRAZO), alavancagem (ALAV), dívida de longo prazo sobre o ativo (DLP), cobertura de juros (CJ), retorno sobre o ativo (ROA), Q de Tobin (QT), tamanho (TAMANHO), liquidez geral (LG) e o beta das ações mais negociadas (BETA). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.2. A amostra é formada por 40 empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa. Os dados são relativos aos anos de 2005 a 2007.

Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β), a estatística t , e a significância estatística. Os coeficientes foram estimados pelo método *Mínimos Quadrados Ordinários*. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. Os valores em negrito são estatisticamente significantes a 5% e a 10%.

Variáveis		Spread							
		A	B	C	D	E	F	G	H
Constante	β	-.0128627	-.016167	-.0081622	-.0052865	.0315067	.0153098	.029618	.0205479
	t	-0.83	-0.99	-0.72	-0.42	4.70	1.28	5.91	2.62
	sig.	0.412	0.331	0.479	0.677	0.000	0.209	0.000	0.013
IGC	β	.0004577	.0005391	.0001341	-.0002458				
	t	2.54	2.86	0.47	-1.23				
	sig.	0.016	0.008	0.644	0.228				
CP	β					-.0053472	-.0043752	-.0038596	-.0009074
	t					-1.98	-1.73	-1.35	-0.38
	sig.					0.057	0.094	0.186	0.708
VOLUME	β	.0015307	.0016571	.001977	.0018105				
	t	1.77	1.74	3.06	2.68				
	sig.	0.088	0.092	0.005	0.012				
PRAZO	β	-.001221	-.0012859	-.0010518	-.0008889	-.0011696	-.0012482	-.0010311	-.0009186
	t	-1.32	-1.33	-1.02	-0.97	-1.34	-1.43	-1.08	-1.01
	sig.	0.196	0.194	0.315	0.337	0.190	0.162	0.291	0.319
ALAV	β	-.0045137			-.0020832	-.0045717	-.0045862		
	t	-2.04			-1.08	-2.40	-2.47		
	sig.	0.050			0.289	0.023	0.019		
DLP	β		-.0065232	-.0057791				-.0026182	.001076
	t		-1.19	-1.23				-0.56	0.17
	sig.		0.243	0.228				0.581	0.864
CJ	β	-.0015229	-.0014602	-.0009382		-.0013353	-.0015462		
	t	-3.82	-3.87	-1.85		-3.24	-2.89		
	sig.	0.001	0.001	0.074		0.003	0.007		
ROA	β				-.0215052				-.023233
	t				-1.56				-1.88
	sig.				0.129				0.069
QT	β	-.0012693	-.0014248	-.0017766		-.0015916		-.002198	
	t	-1.48	-1.48	-2.16		-1.39		-2.15	
	sig.	0.150	0.149	0.039		0.176		0.039	
TAMANHO	β						.0005037		
	t						0.71		
	sig.						0.483		
LG	β								.0018156
	t								1.48
	sig.								0.148
BETA	β	-.0017639	-.0016736			-.0014915	-.0016299		
	t	-2.09	-1.94			-1.99	-2.13		
	sig.	0.046	0.062			0.056	0.041		
RATING	β			-.0022085	-.0021707			-.0017002	
	t			-1.96	-2.00			-1.79	
	sig.			0.059	0.054			0.084	
D2005	β	.0076114	.0077593	.0063957	.0071518		.0068314	.0064925	
	t	3.77	3.90	3.43	3.68		3.43	3.72	
	sig.	0.001	0.001	0.002	0.001		0.002	0.001	
D2006	β			-.0016257	-.0020632	-.006226			-.0084649
	t			-0.90	-1.03	-3.70			-4.04
	sig.			0.376	0.313	0.001			0.000
D2007	β	.0039678	.0037597			-.0032074	.0034953	.0009041	-.0067622
	t	2.25	2.19			-1.77	1.82	0.50	-3.04
	sig.	0.032	0.036			0.087	0.078	0.621	0.005
F		4.86	4.86	6.34	6.72	4.31	6.04	6.49	4.08
sig.		0.0005	0.0005	0.0001	0.0000	0.0014	0.0001	0.0001	0.0027
R ²		0.5491	0.5375	0.5856	0.5463	0.5436	0.5235	0.5576	0.4594
Breusch-Pagan χ^2		22.10	21.54	26.22	26.07	16.90	23.20	24.43	21.22
sig.		0.0086	0.0105	0.0019	0.0010	0.0311	0.0031	0.0019	0.0035

Já as variáveis: *cobertura de juros*, *beta* e *rating*, apresentaram uma relação negativa. Este resultado sugere que as empresas com melhores condições de efetuar pagamentos de juros previstos em contratos apresentam *spreads* menores.

Da mesma forma, para as empresas com *beta* (indicador de risco sistemático – não diversificável) e *rating* crédito (classificação atribuída aos títulos de dívida) menores o *spread* pago por estas empresas tendem a ser maiores.

Resultados que ratificam os de Bhojraj e Sengupta (2003) para a variável *rating*, e o de Bradley et al. (2008) para a variável *cobertura de juros*.

Em relação às variáveis *dummy* de tempo, apenas o ano de 2005 (D2005) apresentou significância estatística, e, sinal positivo e constante ao longo das estimações. Sugerindo que estas empresas apresentaram *spreads* maiores que nos anos posteriormente analisados.

4.5 Testes adicionais

Nesta seção estão apresentados os resultados das regressões múltiplas das dimensões de governança corporativas. Foram analisados os índices de cada uma das dimensões do questionário do IGC, para que se pudesse verificar as suas contribuições, isoladamente, sobre as empresas estudadas. A tabela 5 mostra os resultados das regressões múltiplas utilizando, individualmente, as dimensões (Transparência, Composição e Funcionamento do conselho, Propriedade e Estrutura de Controle e Direitos dos acionistas) em substituição ao IGC no modelo completo, para estudar suas relações com o *rating* e o *spread* das debêntures.

Nos modelos analisados quando a variável dependente foi o *rating* das debêntures, apenas a dimensão *transparência* não apresentou significância estatística. Curiosamente, apresentou sinal negativo, pois se pressupõe que quanto maior o nível de transparência das empresas maior seria a classificação de crédito dos títulos de dívida emitidos. As dimensões *Propriedade e Estrutura de Controle e Direitos dos Acionistas* apresentaram uma relação negativa, diferentemente do esperado, pois espera-se que quanto mais protegidos são os direitos dos acionistas e/ou maior é a concentração de propriedade maior seria a classificação de crédito das debêntures.

Dentre as demais variáveis, apenas o volume da emissão de debêntures (VOLUME) e a cobertura de juros (CJ) apresentaram-se estatisticamente significantes com todas as dimensões, apresentando-se como fator importante na definição do *rating* de crédito dos títulos emitidos pelas empresas.

Tabela 5 – Efeito das dimensões do índice de governança corporativa sobre o *rating* e *spread* das debêntures

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos das dimensões Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho, Propriedade e Estrutura Controle e Direitos dos acionistas sobre o *rating* e *spread* das debêntures. As variáveis dependentes são: RATING e SPREAD. As variáveis independentes são: VOLUME, PRAZO, ALAV, DLP, CJ, ROA, QT, TAMANHO, LG, BETA, e, as *dummies* de tempo. Todas variáveis estão definidas na seção 3.2. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis		Regressão com Probit Ordenado				Regressão M.Q.O.			
		Variável dependente: Rating				Variável dependente: Spread			
		A	B	C	D	A	B	C	D
Constante	β					-.0173907	-.0156468	-.0127534	-.0188427
	z					-1.08	-1.04	-0.76	-1.12
	sig.					0.290	0.305	0.452	0.273
Transparência	β	-.2446423				.0017617			
	z	-0.95				2.00			
	sig.	0.342				0.054			
Conselho	β		.3223447				-.0016266		
	z		1.78				-2.07		
	sig.		0.076				0.047		
Controle & Propriedade	β			-.2981836				.0000425	
	z			-2.35				0.11	
	sig.			0.019				0.912	
Direitos do acionista	β				-.6962129				.0011173
	z				-6.11				2.36
	sig.				0.000				0.025
VOLUME	β	.7234776	.6743891	.565356	.6538063	.0012781	.0015401	.00129	.0016878
	z	2.89	2.59	2.34	2.76	1.52	1.82	1.33	1.81
	sig.	0.004	0.010	0.019	0.006	0.138	0.078	0.193	0.079
PRAZO	β	.015096	-.0862089	.0024143	.1280184	-.0012851	-.0006778	-.0010478	-.0012649
	z	0.11	-0.70	0.02	0.99	-.0012851	-0.76	-1.12	-1.60
	sig.	0.912	0.485	0.985	0.323	0.166	0.452	0.270	0.121
DLP	β	-1.460804	-1.777512	-1.676639	-.654599	-.0037227	-.0014765	-.0010319	-.0036716
	z	-0.66	-0.84	-0.80	-0.31	-0.61	-0.27	-0.16	-0.77
	sig.	0.511	0.403	0.422	0.760	0.547	0.786	0.870	0.444
CJ	β	.2094291	.1941953	.2457139	.4456234	-.0014758	-.0012389	-.0012876	-.0015831
	z	2.02	1.73	2.14	3.44	-3.62	-2.76	-3.05	-3.90
	sig.	0.043	0.083	0.032	0.001	0.001	0.010	0.005	0.000
LG	β	-.7398894	-.9485244	-.5823205	-.5384546	.0026899	.0034266	.0024534	.0018885
	z	-1.96	-2.34	-1.38	-1.20	2.98	2.90	2.27	2.07
	sig.	0.050	0.019	0.167	0.229	0.006	0.007	0.030	0.047
D2005	β	.9016412	.7309405	.8111401	.6095268	.0081499	.0076783	.0085269	.0087912
	z	2.05	1.63	1.75	1.37	4.00	3.78	3.89	3.99
	sig.	0.040	0.103	0.080	0.171	0.000	0.001	0.000	0.000
D2006	β	.5008995	.219706	.5686331	.3799687				
	z	1.21	0.45	1.26	0.90				
	sig.	0.226	0.652	0.209	0.367				
D2007	β					.0018979	.0005955	.0023233	.0017828
	z					1.16	0.30	1.34	1.09
	sig.					0.257	0.765	0.191	0.283
Wald chi2 / F		51.09	44.21	43.17	86.17	6.80	5.05	4.98	4.92
sig.		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0005	0.0005	0.0006
R ²		0.1347	0.1469	0.1541	0.2506	0.5557	0.5817	0.5066	0.5692

Na análise da influência das dimensões de governança sobre os *spreads*, a dimensão *Propriedade e Estrutura de Controle* não apresentou significância estatística e não apresentou o sinal esperado, pois de acordo com a literatura investigada quanto maior a concentração de propriedade menor o *spread* pago pelas empresas.

Ressaltam-se as variáveis cobertura de juros (CJ), liquidez geral (LG), por apresentarem-se estatisticamente significantes ao longo das estimações, e por serem variáveis que provavelmente são analisadas na formação dos *spreads* de títulos de dívida no mercado nacional.

5 Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo principal investigar se a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas listadas na Bovespa tem alguma relação com a qualidade dos *ratings* e o *spread* das debêntures emitidas por estas empresas, no período de 2005 a 2007. Mais especificamente buscou identificar e padronizar os *ratings* de crédito das debêntures emitidas pelas empresas; identificar nos prospectos de emissão de debêntures qual o indexador e o *spread* acrescido na remuneração destes títulos; mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa destas empresas, com o uso de um índice de governança; e verificar se a qualidade das práticas de GC, mensurado pelo índice IGC, influencia a qualidade dos *ratings* de crédito e *spreads* das debêntures.

Para atender ao primeiro objetivo específico, os prospectos foram coletados, e posteriormente foram identificadas as emissões e seus respectivos *ratings* de crédito. Observou-se que os *ratings* de crédito atribuídos às debêntures, pelas empresas especializadas, eram todos classificados com grau de investimento. Em relação ao *spread*, verificou-se que aproximadamente 80% das emissões eram indexadas pelo DI (Depósitos Interfinanceiros), 13% ao IGP-M, 6% ao IPCA e 1% ao Dólar. No presente trabalho, foram consideradas na análise apenas as emissões indexadas pela DI.

Ao longo do período analisado, os setores que mais captaram recursos através de debêntures foram: energia elétrica, seguido de empresas administradoras de participações e extração mineral. Destaca-se também, os altos volumes captados pelos setores de telecomunicações e extração mineral, no ano de 2006. Em relação à destinação dos recursos captados, nota-se que estes recursos destinaram-se principalmente para o alongamento do perfil de endividamento, investimento ou aquisição de participações societárias, recompra ou resgate de debêntures e capital de giro. Em 2006, foram captados volumes expressivos

destinados a investimentos ou aquisições de participações societárias. Outro fato relevante percebido, foi a maioria das emissões concentrarem-se com vencimentos entre 5 e 7 anos, sinalizando boas perspectivas futuras, favorecida pela atual conjuntura econômica do país.

Em relação à qualidade das práticas de governança, o terceiro objetivo específico, verificou-se que metade das empresas investigadas apresentaram um bom nível de governança corporativa (com mediana superior a 9 pontos), ao longo do período analisado. Observou-se ainda que as empresas têm cumprido os prazo exigidos por lei, elaborando os relatórios financeiros na data prevista (acima dos 85% das empresas). Quanto à dimensão *composição e funcionamento do conselho*, nota-se que boa parte das empresas procura se adequar as recomendações do IBGC, mais de 69% das empresas apresentam pessoas diferentes nos cargos de presidente do conselho e presidente geral da empresa, e acima de 38% possuem membros independentes em seus conselhos. Na dimensão *estrutura de controle e propriedade*, as empresas apresentam-se com estruturas bastante concentradas. Percebe-se também que as empresas, na dimensão *direitos do acionista*, estão atentas aos direitos dos acionistas com mais de 35% (no período analisado) estabelecendo câmaras de arbitragem para resolver problemas corporativos e acima de 42% garantindo *tag along* aos acionistas minoritários.

Para verificar a influência das práticas de governança corporativa na qualidade dos *ratings* de crédito das debêntures, foi utilizado o método *probit ordenado*. O índice de governança corporativa - IGC e a concentração de propriedade - CP (variável alternativa de governança utilizada na análise) foram utilizados como variáveis independentes nas estimações econometricas testadas. Adicionalmente, foram utilizadas variáveis de controle características às debêntures, estrutura de capital, desempenho e risco.

Os resultados encontrados indicam que há uma relação, estatisticamente significativa, entre a qualidade das práticas de governança, mensurada pelo IGC, e o *rating* de crédito das

debêntures. O IGC apresentou relação negativa com o *rating* de crédito (classificação atribuída por empresas especializadas), sinalizando que empresas com melhores práticas de governança possuem menores *ratings* de crédito atribuídos às debêntures. Resultado curioso, pois se pressupõe que quanto mais bem governada é a empresa melhor seria a qualidade de crédito dos papéis emitidos por ela. Entre as variáveis de controle, destacam-se: o volume das emissões de debêntures (VOLUME), a cobertura de juros (CJ), o retorno sobre os ativos (ROA), e o tamanho da empresa (TAMANHO), por se mostrarem estatisticamente significantes e por manterem o sinal constante, evidenciando a importância destas variáveis para a qualidade de crédito destes títulos.

Em relação à variável de concentração de propriedade (CP), não apresentou significância estatística quando substituiu o IGC. Entretanto, mostrou sinal constante ao longo das estimações. Desta maneira, indicando apenas uma sinalização da influência da estrutura de propriedade na classificação de crédito das debêntures.

A fim de alcançar o quinto objetivo específico, que buscou verificar a influência das práticas de governança corporativa sobre os *spreads* das debêntures, foi utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que o índice de governança corporativa não manteve o sinal constante ao longo estimações, e assim não foi possível ser conclusivo a respeito do sentido da sua relação com o *spread* das debêntures.

Ao substituir o índice de governança pela variável de concentração de propriedade (CP), esta apresentou uma relação negativa com o *spread*, porém nem sempre significativa. Contudo, este resultado pode ser interpretado como uma sinalização de que o *spread* tende a ser menor em empresas com alta concentração de propriedade. Vale ressaltar as variáveis de controle VOLUME, CJ, BETA e RATING, pois se mostraram estatisticamente significantes e com sinal constante, destacando a relevância do papel destas variáveis na formação dos *spreads*.

Neste trabalho, adicionalmente foi analisada a influência das dimensões de governança corporativa (Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho, Estrutura de Controle e Propriedade, e, Direitos dos Acionistas) sobre os *ratings* e *spreads* das debêntures em substituição ao índice original (IGC).

Quando a variável dependente foi o *rating* das debêntures, observou-se que apenas a dimensão *transparência* não apresentou significância estatística. E curiosamente apresentou sinal negativo, pois se pressupõe que quanto maior o nível de transparência das empresas maior seria a classificação de crédito atribuída aos títulos. Analisando a influência das dimensões de governança corporativa sobre os *spreads*, a dimensão *Propriedade e Estrutura de Controle*, não apresentou significância estatística, e surpreendentemente apresentou sinal positivo, pois espera-se que quanto maior a concentração de propriedade menor o spread pago pelas empresas.

As principais limitações da pesquisa referem-se à possibilidade de existência de problemas econométricos, como variáveis importantes que porventura possam ter sido omitidas, a ausência de uma amostra relativamente grande, e a possível causalidade reversa entre governança e os *ratings* de crédito, e governança e os *spreads* das debêntures.

Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando as mesmas variáveis com a utilização de outras técnicas estatísticas, tais como *logit ordenado* (para a análise dos *ratings*), a fim de testar a consistência dos resultados. Também, sejam incluídas outras variáveis, a fim de verificar se elas também influenciam na qualidade de classificação de crédito e nos *spreads* de debêntures.

Referências

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. O Efeito das Dimensões de Governança Corporativa Sobre o *Payout* das Empresas Não Financeiras Brasileiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2008. p. 1 - 13.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel W.; LAFOND, Ryan. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. **Journal of Accounting and Economics**, Forthcoming, 2006.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO (Org.). **Debêntures**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008. Disponível em: <www.andima.com.br>. Acesso em: 06 jun. 2009.

BEBCHUCK, L.; COHEN, A; FERREL, A. What matters in corporate governance? **Working Paper**, 2005. Disponível em: http://papers.ssrn.com/abstract_id=593423. Acesso em 10 abril 2009.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate Governance and Firm Performance. **Working Paper**, 2008.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; SUBRAMANIAN; Ajay. Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence. **Working Paper**. August 2009.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. **Journal of Business**, 76, p. 455-475. 2003.

BLAZENKO, George W. Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure. **The Journal of Finance**. Vol. 42, n. 4, Sep. 1987, p.839-862.

BONE, R. B. Ratings Soberanos e Corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Revista Perspectiva Econômica**, São Leopoldo/RS, v. 2, n. 1, 2006.

BOOTH, Laurence; et al. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, Feb. 2001.

BOVESPA. **Nível 1**. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 15 janeiro. 2009.

BOVESPA. **Nível 2**. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 15 janeiro. 2009.

BOVESPA. **Novo Mercado**. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 15 janeiro. 2009.

BOVESPA FIX (Org.). **GUIA DE DEBÊNTURES**. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.bovespafix.com.br>. Acesso em: 05 maio 2008.

BRADLEY, M. et. al. The Effects of Corporate Governance Attributes on Credit Ratings and Bond Yields. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/>. Acesso em 20 maio 2009.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da Universidade de São Paulo**. São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

CAMARGOS, Marcos Antônio de.; BARBOSA, Francisco Vidal. Evidencia Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Bahia. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2006. p. 1 - 17.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics: Methods and Applications**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

CAMPBELL, John Y.; TAKSLER, Glen B. Equity Volatility and Corporate Bond Yields. **Working Paper**, 2002. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8961>. Acesso em 01 novembro 2009.

CARRETE, Liliam Sanchez. Decisões de Estrutura de Capital: Evidências Empíricas a partir de Modelo Estrutural de Crédito. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2007. p. 1 - 15.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, Ricardo P. C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. **Frontiers in Finance and Economics**, v 1, n 1, p. 1-16, June 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>. Acesso em: 15 jul. 2008.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, Ricardo P. C.. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p.1-18, 2005. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1143>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R.; TONETO, R. Jr. O Impacto da Adesão a Padrões mais Elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2005. p. 1 - 17.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha>. Acesso em 04 abril 2008.

CREMERS, Martijn; NAIR, Vinay B.; WEI, Chenyang. Governance Mechanisms and Bond Prices. **Working Paper**, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=516564>. Acesso em 20 outubro 2009.

DUMITRESCU, Ariadna. Corporate Governance and Market Liquidity. **Working Paper**, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1356204>. Acesso em 14 maio 2009.

EDERINGTON, Lois H.; YAWITIZ, Jess B.; ROBERTS, Brian E. The information content of bond ratings. **The Journal of Financial Research**, Blacksburg, v.10, Issue 3, p.211-227, Fall 1987.

ELTON, J. E.; GRUBER, Martin J.; AGRAWAL, D.; MANN, Christopher. Explaining the rate spread on corporate bonds. **Journal of Finance**, n. 56, pp. 247-277, Sept. 1999.

FABOZZI, Frank J. **Mercado, análise e estratégia de bônus: títulos de renda fixa**. 3. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisa em Administração**. v. 07, n. 4, outubro/dezembro de 2000.

FIGUEIRA, Antônio Luís Lima; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Uma Análise das Cláusulas das Escrituras de Emissão de Debêntures Brasileiras após a Estabilização Econômica. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 1998. p. 1 - 15.

FITCHRATINGS. **Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective**. April 12, 2004. Disponível em: www.fitchratings.com. Acesso em 01 fevereiro 2009.

FRALETTI, P.; EID JÚNIOR., W. A relevância do rating e de outros fatores na determinação do rendimento das debêntures emitidas no mercado brasileiro. **Mimeo**. 2005.
GOH, J.; EDERINGTON, L. (1993). Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders? **Journal of Finance**, 48(5), 2001-2008.

GOMPERS, P.A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Working Paper**, 2003.

GREENE, W. H. (2002). **Econometric analysis** (5th ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**. Vol. 9, 2003, p. 7–26.

ITTNER, C.; LARCKER, D. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. **Journal of Accounting & Economics**. Vol. 32, 2001, p. 349–410.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, October 1976, p.305-360.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.

Kaplan, R.S. e Urwitz, G, “Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry”, **The Journal of Business**, vol 52, n.2, abril 1979, p. 231-261.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, 2004.

KITAGAWA, C. H. et al. Estudo Empírico sobre o Comportamento do Custo de Capital Próprio das Empresas Listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2007. p. 1 - 15.

LA PORTA, R. et. al. Investor protection and corporate valuation. **Working Paper**, 1999. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w7403>. Acesso em 04 abril 2009.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. O Financiamento Externo no Ciclo Recente da Economia Brasileira. Rio de Janeiro: **Cepal**, 2007. 100 p. Relatório.

LEAL, Ricardo P. C.; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, p.1-15, jul./dez. 2003.

LUENGNARUEMITCHAI, Pipat; LIAN ONG, Li. An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains. **Working Paper**, 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/>. Acesso em 20 maio 2009.

MARTINS, Vinícius A.; DA SILVA, Ricardo Luiz M.; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. Governança Corporativa e a Liquidez das Ações. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Bahia. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2006. p. 1 - 17.

MATOLCSY, Z.P.; LIANTO, T. The incremental information content of bond rating revisions: The Australian evidence. **Journal of Banking & Finance**, 1995.

MARSH, Paul. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. **The Journal of Financial**. Vol.37, n.1, Mar. 1982, p.121-144.

MELLONE JR., G.; EID JUNIOR, W.; ROCHMAN, R. R. Determinação das taxas de juros das debêntures no mercado brasileiro. In: Encontro Brasileiro de Finanças 2, da Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2002. **Anais Eletrônicos**. Disponível em <www.sbfin.org.br>. Acesso em 14 de ago. 2008.

MINARDI, A. M. A.; SANVICENTE, A. Z.; ARTES, R. Determinação de *Rating* de Crédito de Unidades de Negócios Visando Estimar o Custo de Capital de Terceiros. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2006. p. 1 - 14.

MOODY'S. **Sistema de Ratings da Moody's**. Disponível em: <http://www.moodys.com.br/brasil/index.htm>. Acesso em 04 abril 2008.

MYERS. Stewart C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**. Vol. 39, July 1984, p. 575-92.

MYERS, Stewart C. Still Searching for Optimal Capital Structure. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 6, June 1993, p. 147-176.

MYERS, S. MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. **Journal of Financial Economics**. Vol.13, n.2, June 1984, p.187-221.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; CORREA, Carlos Alberto. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando *Panel Data*. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2007. p. 1 - 16.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos. **Fatores determinantes do preço de emissão primária de debêntures no Brasil: uma análise exploratória**. 2006. 167 p. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos; SAVOIA, José Roberto Ferreira; CORRAR, Luiz João. Avaliação das diferenças de *ratings* em emissões de debêntures no Brasil: 2000 a 2007. In: SEMEAD, 11, 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Semead, 2008. p. 1 - 15. Disponível em: <www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/>. Acesso em: 03 jul. 2008.

PAIVA, Eduardo Vieira dos Santos; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Pricing corporate bonds in Brazil. **Journal of Business Research**, n. 62, p. 916-919, 2009.

PEROBELLI, Fernanda F. C. et al. Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2005. p. 1 - 16.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHONORRENBURGER, Adalberto. A influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. **RBE**, Rio de Janeiro, jan/mar 2004.

QUANTITATIVE MICRO SOFTWARE (Org.). **EViews 5 User's Guide**. April 15, 2004. Disponível em: <www.eviews.com>. Acesso em: 06 jan. 2009.

RABELO, Sérgio Soares Teixeira et al. Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: Um Estudo de Carteiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional Dos Programas de Pós-graduação em Administração, 2007. p. 1 - 16.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dec. 1995.

RAMOS, Patrícia Barros. **Dois Ensaios em Debêntures no Mercado Brasileiro**. 2005. 202 p. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Hernández; LUCIO, Pilar Baptista. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2006.

SANT'ANNA, André Albuquerque. Debêntures batem recorde, mas emissões são concentradas. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, n. 27, p. 1-8, abr. 2007. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 08 setembro 2008.

SANTOS, C. M. dos; PIMENTA, T. Júnior; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 44, n. 1, p.70-81, jan./fev./mar. 2009.

SANTOS, J. F.; LEAL, Ricardo P. C. Práticas de Governança Corporativa em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto. In: Encontro Brasileiro de Finanças 7, da Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2007. **Anais Eletrônicos**. Disponível em <www.sbfin.org.br>. Acesso em 14 de nov. 2008.

SANVICENTE, Antônio Z. Evolução recente do mercado primário de debêntures. **Revista da CVM**, Brasília, p.63-70, dez. 2001.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo financeiro das tesourarias: bancos e empresas**. 4. ed. São Paulo: Saint-Paul, 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. Vol. 52, n. 2, Jun. 1997, pp.737-783.

SILVEIRA, Alexandre Di Maceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Rae/GV**, São Paulo, p.50-64, jul. 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/index.cfm>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES (Org.). **Cartilha de Debêntures**. Sistema nacional de Debêntures. Barueri, 2007. Disponível em: <www.snd.com.br>. Acesso em: 06 jul. 2008.

SHENG, Hsia H.; SAITO, Richard. Determinantes de *spread* das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 2, p.193-205, abr./maio/jun. 2005.

SHENG, Hsia H.; SAITO, Richard. Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 43, n. 2, p.176-185, abr./maio/jun. 2008.

SCHWARTZ, Eli; ARONSON, J. Richard. Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial structure. **The Journal of Finance**. Vol. 22, n. 1, Mar. 1967, p.10-18.

STANDARD & POOR'S (Org.). **Escala Global Standard & Poor's**. Disponível em: <<http://www.santandarandpoors.com.br>>. Acesso em: 04 jan. 2009.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

TERRA, Paulo Renato Soares. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 42, n. 2, p.192-204, abr./maio/jun. 2007.

WEINSTEIN, Mark I. Bond Systematic Risk and the Option Pricing Model. **The Journal of Finance**, v. 38, n. 5, p. 1415-1429, Dec. 1983.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: The MIT Press, 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

7 Anexos

ANEXO A – Escala de Ratings.

Grau de Investimento					
S & P	SR Rating	Austin	Fitch Ratings	Moody's	Interpretação
AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa	Emissores ou emissões que apresentam a qualidade de crédito mais forte de honrar seus compromissos financeiros.
AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-	Aa1, Aa2, Aa3	Emissores ou emissões que apresentam a qualidade de crédito muito forte de honrar seus compromissos financeiros. O risco de crédito nessas obrigações difere apenas levemente do risco das obrigações com mais alto rating.
A+, A, A-	A+, A, A-	A+, A, A-	A+, A, A-	A1, A2, A3	Emissores ou emissões que apresentam a qualidade de crédito forte capacidade de honrar seus compromissos financeiros, mas é um pouco mais suscetível às condições e situações econômicas adversas do que os emissores em categorias de ratings mais altas.
BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	Emissores ou emissões que apresentam qualidade de crédito com a capacidade adequada de honrar seus compromissos financeiros. Porém, em condições econômicas adversas ou mudanças conjunturais provavelmente levarão à redução de sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros.

Quadro 1 – *Ratings com grau de investimento.*

Fontes: STANDARD & POOR'S, SR RATING, AUSTING RATING, FITCH RATINGS e MOODY'S INVESTORS SERVICE.

Grau Especulativo						
S & P	SR Rating	Austin	Fitch Ratings	Moody's	Interpretação	
BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-	Ba1, Ba2, Ba3	Emissores ou emissões que apresentam qualidade de crédito abaixo da média, apresentando características especulativas significativas. Embora tais emissores possam apresentar características de qualidade e proteção, tais características podem ser suplantadas por grandes incertezas econômicas ou exposições a condições adversas.	
B+, B, B-	B+, B, B-	B+, B, B-	B+, B, B-	B1, B2, B3	Emissores ou emissões que apresentam qualidade de crédito fraca comparando com outros emissores domésticos. Os compromissos financeiros correntes são honrados, mas a margem de segurança é limitada e a manutenção da capacidade de pagamento, no prazo esperado, depende de condições favoráveis dos negócios, econômicas ou financeiras.	
CCC+, CCC, CCC-	CCC	CCC	CCC+, CCC, CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	Emissores ou emissões que apresentam qualidade de crédito extremamente fraco comparando com outros emissores domésticos. A capacidade de honrar os compromissos depende apenas da continuação de condições favoráveis dos negócios, econômicas ou financeiras.	
CC	CC	CC	CC	Ca	Emissores ou emissões que apresentam qualidade de crédito fraca em relação a outros emissores de qualidade de crédito fraco. O risco de crédito é extremamente alto.	
C	C	C	C	C	Emissores ou emissões com ratings extremamente especulativos apresentam a mais fraca qualidade de crédito em relação a outros emissores domésticos.	
D	D	D	DDD, DD, D		Uma obrigação classificada como “D” está inadimplente. O rating ‘D’ também será utilizado no pedido de falência ou alguma ação semelhante, se os pagamentos das obrigações forem colocados em risco.	

Quadro 2 – **Ratings com grau especulativo.**

Fontes: STANDARD & POOR'S, SR RATING, AUSTING RATING, FITCH RATINGS e MOODY'S INVESTORS SERVICE.

ANEXO B – Empresas analisadas.

Empresas	Segmento de Negociação
Aços Villares	Mercado Tradicional
ALL América	Nível 2
Ampla Energia e Serviços	Mercado Tradicional
Brasil Telecom	Nível 1
Braskem	Nível 1
CCR	Novo Mercado
Celpe	Mercado Tradicional
Cemig Geração	Nível 1
Coelba	Mercado Tradicional
Company	Novo Mercado
Copel	Nível 1
Cosern	Mercado Tradicional
CPFL Energia	Novo Mercado
CSN	Mercado Tradicional
Cyrela Participações	Novo Mercado
Diagnósticos da América	Novo Mercado
Elektro	Mercado Tradicional
Eletropaulo	Nível 2
Gafisa	Novo Mercado
Iguatemi Shopping Centers	Novo Mercado
Klablin Segall	Novo Mercado
Light	Novo Mercado
Localiza	Novo Mercado
Lojas Americanas	Mercado Tradicional
Net	Nível 2
PDG Realty	Novo Mercado
Rio Grande Energia	Mercado Tradicional
Rossi Residencial	Novo Mercado
Sabesp	Novo Mercado
TAM	Nível 2
Telemar Norte Leste	Mercado Tradicional
Tractebel Energia	Novo Mercado
Vale	Nível 1
Vivo participações	Mercado Tradicional

Quadro 6 - Amostra de Empresas analisadas.

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures e Bovespa, 2009.