

## Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os *ratings* de crédito das debêntures

### The effects of Corporate Governance mechanisms on the credit ratings of the debentures

**Edilson dos Santos Silva**

Universidade Federal de Pernambuco

e-mail: santosedilson@hotmail.com

**Joséte Florencio dos Santos**

Universidade Federal de Pernambuco

**Moisés Araújo Almeida**

Doutorando em Administração – Propad/UFPE

---

Recebido em 12 de janeiro de 2012. Aprovado em 27 de agosto de 2012

Editor Responsável: Edson Roberto Scharf, Dr.

Processo de avaliação por *double blind review*

---

#### Resumo

No mercado brasileiro, a emissão de debêntures começou a apresentar um crescimento significativo em função da estabilidade econômica após o Plano Real. Contudo, em mercados competitivos as empresas procuram se diferenciar como “empresas com boa governança”, tornando-se mais atraentes aos investidores. Outro aspecto relevante para os investidores são os *ratings* de crédito que auxiliam no processo de compra ou venda dos títulos. 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 teve como objetivo verificar se a concentração de propriedade influencia na qualidade creditícia das debêntures emitidas por empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 e 2010. O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa exploratória e empírica. Para analisar a relação entre os mecanismos de governança corporativa foi utilizado o método *or-*

*dered logit*, as estatísticas descritivas das principais variáveis foram obtidas com o *software* estatístico Stata 10. Os resultados encontrados mostraram uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o *rating* de crédito, sinalizando que as empresas com maior concentração de propriedade tendem a emitir debêntures com melhores classificações de crédito. Já o tamanho do conselho apresentou uma relação negativa, indicando que as debêntures tendem a receber melhores classificações de crédito quando as empresas apresentam conselhos com tamanhos menores, ou seja, segundo as recomendações do IBGC.

**Palavras-chave:** Debêntures. *Rating*. Estrutura de Propriedade. Tamanho do Conselho.

#### Abstract

In the Brazilian market, the debenture issue began to show significant growth due to the economic stability after the Real Plan. However, in competitive markets firms seeking to differentiate themselves as "companies with good governance", mak-

ing it more attractive to investors. Another relevant aspect for investors are the credit ratings that assist in the process of buying or selling the securities. Considering the growth in the domestic market of debentures, and that both the corporate governance practices of the companies as the credit ratings of these securities have significant role in their assessment, this study aimed to verify the ownership concentration influences the credit quality of debentures issued by companies listed on the BM&FBOVESPA, between 2005 and 2010. This work can be classified as an exploratory and empirical. To analyze the relationship between corporate governance mechanisms we used the method ordered logit, the descriptive statistics of the main variables were obtained using the statistical software Stata 10. The results showed a positive relationship between concentration of ownership and the credit rating, signaling that firms with greater ownership concentration tend to issue debentures with better credit ratings. Already, the size of the board showed a negative relationship, indicating that the debentures tend to receive better credit ratings when companies have boards with smaller sizes, in other words, according to the recommendations of IBGC

**Keywords:** Debenture. Rating. Ownership. Board Size.

## 1. Introdução

No mercado brasileiro, a emissão de debêntures começou a apresentar um crescimento significativo em função da estabilidade econômica, do progressivo alongamento dos prazos dos títulos de dívida, das reestruturações patrimoniais e financeiras das companhias, e do processo de privatização (BM&FBOVESPA, 2006). Sant'Anna (2007) aponta outros fatores responsáveis pelo incremento na demanda destes títulos que merecem destaque, como: a trajetória de queda da taxa básica de juros, o estímulo fiscal, e os esforços para conferir uma maior transparência ao mercado. Por fim, a padronização de regras para a emissão de debêntures implementadas 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), cujo propósito foi dar uma

maior transparência e segurança aos investidores, e, conseqüentemente, uma maior liquidez ao mercado.

Segundo Perobelli et al. (2005), em um mercado competitivo, as empresas procuram se diferenciar como “empresas com boa governança”, e assim tornam-se mais atraentes para os 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 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).

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 tem como objetivo verificar se a concentração de propriedade influencia na qualidade creditícia das debêntures emitidas por empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2010.

O presente trabalho contribui com a literatura financeira por associar mecanismos de governança com *ratings* de crédito de debêntures, observando como se comporta esta relação. Outro fator importante foi o avanço da economia nacional nos últimos anos, fato que tem contribuído favoravelmente com o aumento das captações privadas no mercado nacional. Assim, percebe-se um ambiente promissor para que os pesquisadores possam explorar o mercado nacional deste título corporativo.

O trabalho estrutura-se da seguinte forma: a seção seguinte apresenta uma breve revisão sobre governança corporativa, debêntures e classificação de crédito. A seção 3 apresenta os procedimentos metodológicos. Na seção 4 encontram-se os

resultados da pesquisa e, na última seção, as considerações finais.

## 2. Revisão teórica

### 2.1 Mecanismos de Governança Corporativa

Com o desenvolvimento do mercado financeiro há uma maior propensão pela captação de recursos, pois nestes mercados a proteção legal exerce um importante papel na limitação da expropriação dos investidores (LA PORTA et al., 1999).

Nos países em desenvolvimento, a concentração de propriedade pode ser vista como um mecanismo de governança, pois permite aos proprietários monitorarem os gestores com uma possível redução dos conflitos e custos de agência, já que nestes países os há uma baixa proteção legal e institucional dos investidores (LA PORTA ET AL., 1999; LA PORTA; LOPEZ-DESILANES; SHLEIFER, 1998). Desta maneira, a concentração de propriedade sinalizaria para o mercado o comprometimento dos acionistas controladores da não expropriação dos fluxos de caixa da empresa pelos gestores.

Em seu trabalho, Boubakri, Cosset e Guedhami (2003) investigaram a relação entre a proteção ao investidor, estrutura de propriedade, e o desempenho da empresa – em países emergentes ao longo de 1980 a 1997. Foi observada uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho das empresas, e as diferenças na concentração de propriedade podem ser explicadas pelas características das empresas (ex.: tamanho, crescimento e setor) e dos países (ex.: proteção ao investidor, e a estabilidade política e social).

Já no trabalho de Céspedes, Gonzáles e Molina (2010) foi analisada a influência da estrutura de propriedade sobre as decisões de financiamento de empresas latino-americanas, ao longo de 1996 a 2005. Os resultados apontam uma relação positiva entre a concentração de proprieda-

de e a alavancagem, ou seja, as companhias com alta concentração procuram o financiamento com dívida para evitar a perda de controle.

Neste contexto, os conselhos de empresas com alta concentração tendem a ser compostos por diretores que representam o alinhamento de interesses entre proprietários e gestores. Os conselhos são uma instituição central na governança interna das empresas. Além da orientação estratégica, eles fornecem uma função de monitoramento para lidar com os problemas de agência na empresa (LEFORT; URZÚA, 2007).

Harford, Li e Zhao (2007) ao investigar a relação entre o conselho de administração e as decisões de financiamento das empresas, descobriram que as dívidas são disciplinadoras das ações dos gestores. Especificamente, foi observado que conselhos considerados fortes forçarão a empresa a financiar seus investimentos com a emissão de dívida. Esta descoberta evidencia o uso de dívidas no alinhamento de interesses.

Coles, Daniel e Naveen (2005) enfatizam o tamanho do conselho, afirmando que as empresas podem se beneficiar do *know how* dos representantes internos e externos. Já Linck, Netter e Yang (2007) defendem que, enquanto as pequenas empresas tem aumentado o número de conselheiros independentes, as grandes apresentam conselhos com tamanhos maiores.

Em seu trabalho, Guest (2009) examinou a influência do tamanho do conselho sobre o desempenho de empresas inglesas, ao longo de 1981 a 2002. Foram encontradas evidências de uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa. Uma interpretação para este resultado é que, muitos conselhos são ineficientes quando são muito grandes, e que um tamanho “adequado” deve melhorar o desempenho da firma. Uma explicação alternativa é que, as empresas devem possuir um conselho com

tamanho considerado ótimo, mas eles estão temporariamente fora de equilíbrio.

Segundo Upadhyay (2008), conselhos maiores conduzem a moderadas decisões corporativas e reduzem o risco; assim, conselhos maiores estão associados a uma boa classificação de crédito, e, além disso, empresas com conselhos maiores e altos índices de diretores internos usam uma menor quantidade de dívida de longo prazo em sua estrutura de capital e reduzem o risco financeiro.

Nos países emergentes, os conselhos de empresas com alta concentração de propriedade funcionam como mecanismos de proteção ao credor, pois há um maior alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, proporcionados pelo monitoramento das ações dos gestores na aplicação dos recursos adquiridos, assim espera-se que não haja expropriação dos fluxos de caixa da empresa pelos gestores.

## 2.2 Debêntures

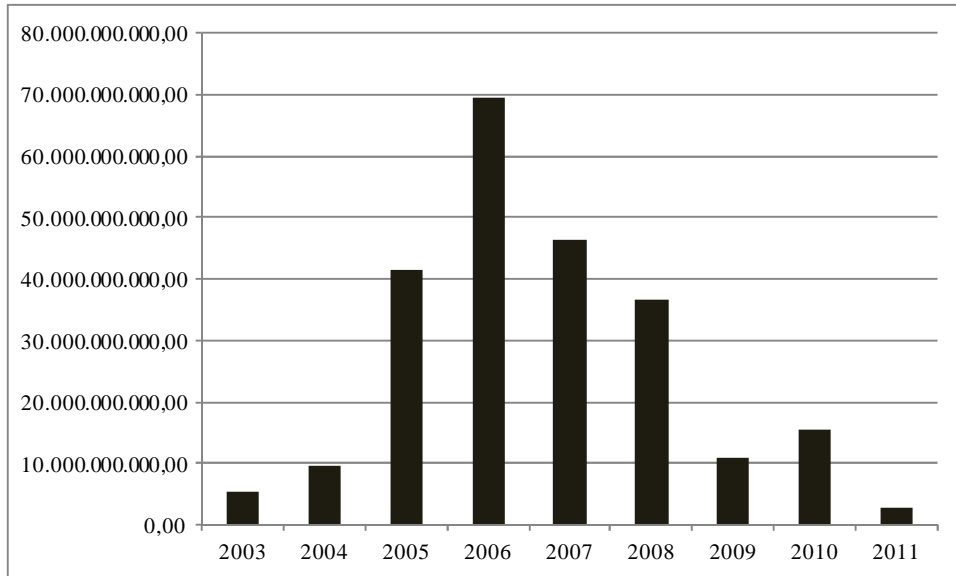
Os mercados de títulos corporativos têm se tornado uma importante fonte de recursos para o setor privado nos últimos anos, especialmente para alguns mercados emergentes. Anteriormente, as dívidas corporativas eram concentradas ao redor do setor bancário, entretanto, com o advento de várias crises bancárias em alguns países, tem-se evidenciado a necessidade de diver-

sificação das fontes de recursos (LUENGNARUEMITCHAI; LIAN ONG, 2005). Neste caso, as empresas 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 (BM&FBOVESPA, 2006).

Na Figura 1, a seguir, é possível visualizar as emissões de debêntures nos últimos anos. Diante deste contexto, percebe-se que há um ambiente propício para o entendimento do comportamento do mercado doméstico de debêntures, na busca por uma melhor compreensão destes títulos e da motivação das empresas emissoras. Assim, destacam-se alguns estudos nacionais sobre debêntures, como os trabalhos de Fraletti e Eid Júnior (2005), Sheng e Saito (2005), e, Paiva, Savoia e Corrar (2008).

**Figura 1** – Ofertas primárias de debêntures registradas na CVM



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (2011).

As pesquisas de Fraletti e Eid Júnior, e, Sheng e Saito (2005) analisaram a relevância do *rating* e outros fatores na determinação dos *spreads* das debêntures e encontraram evidências da influência da variável *rating* na determinação dos *spreads* das debêntures.

Em seu trabalho, 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.

Estes estudos comprovam a influência do *rating* na determinação do *spread* das debêntures, confirmando a importância desta variável no processo de emissão das debêntures. Destaca-se que,

em 2001, a classificação de crédito passou a ser uma iniciativa comum das empresas emissoras, em detrimento das Resoluções 2.720/00 e 2.829/00 do Conselho Monetário Nacional - CMN (ANDIMA, 2008).

### 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 representa 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.

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. Já 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.

Os investidores devem estar atentos ao conteúdo informacional dos *ratings* de títulos corporativos atribuídos pelas agências classificadoras de crédito, de modo que esta informação possa ser usada como complemento nas 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 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 norte-americanos no período de 1991 a 1996. 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.

No trabalho de Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006) foi investigado os efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* de crédito das empresas. Com uma amostra de 894 empresas norte-americanas e utilizando o modelo *ordered logit* para análise dos dados, os autores demonstraram que, numa situação hipotética, a empresa que possui características desejáveis de governança, sob o ponto de vista dos credores, dobra a probabilidade de receber uma classificação de crédito com o grau de investimento.

Portanto, os mecanismos de governança corporativa podem explicar as diferenças entre os *ratings* de crédito que não são explicados pela situação financeira, pois ajudam a reduzir os potenciais conflitos de agência entre gestores/acionistas e credores através do monitoramento das ações da gestão corporativa, reduzindo a expropriação ou o mau gerenciamento do capital alocado.

### 3. Metodologia

O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa exploratória e empírica, pois procura examinar um tema ou um problema de pesquisa pouco estudado (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006).

Os dados foram organizados num corte transversal agrupado, que é muito parecido com um corte transversal padrão, exceto pelo fato de ser necessário, frequentemente, considerar as diferenças periódicas das variáveis ao longo do tempo. Outra característica desta classificação é aumentar o tamanho da amostra (WOOLDRIDGE, 2007). Desta maneira, foi possível obter dados mais consistentes sobre os efeitos dos mecanismos de governança sobre os *ratings* de crédito das debêntures, visto que as empresas raramente emitem este tipo de título mais de uma vez na amostra analisada, ao longo do tempo.

A população foi formada por todas as empresas, listadas na BM&FBOVESPA, cujas emissões de debêntures públicas do mercado primário contemplem os anos de 2005 a 2010, conforme a classificação do Sistema Nacional de Debêntures – SND. As informações contábeis e financeiras foram coletadas a partir de informações públicas, fornecidas pelas empresas de capital aberto à CVM. Adicionalmente foram utilizadas informações disponíveis nos *sites* das empresas pesquisadas e de empresas especializadas em classificação de risco de crédito.

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

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

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 de 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 dados foram organizados em planilha do MS-Excel®. As estatísticas descritivas, histogramas e gráficos das principais variáveis foram obtidos com o *software* estatístico Stata 10.

### 3.1 Descrição das variáveis

Neste estudo assume-se que a concentração de propriedade e o tamanho do conselho influenciam a classificação de crédito das debêntures. A concentração de propriedade e o tamanho do conselho serão utilizados como mecanismos de governança corporativa (variável independente).

- **CP** (Concentração de propriedade) - Concentração do controle do maior acionista da empresa, que identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista real da empresa (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; BRADLEY et al., 2008).
- **TC** (Tamanho do conselho) – Tamanho do conselho, variável alternativa de governança corporativa (BRADLEY et al., 2008).

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.

#### Quadro 1 - *Ratings* categorizados

Grau de rating	Ratings <sub>debêntures</sub>
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

Fonte: Elaborado pelo autor.

- **Rating<sub>debentures</sub>** - os graus de *rating* foram associados à variável dependente categorizada de acordo com o Quadro 1, sendo 7 o equivalente ao grau AAA, e 1 ao grau D (*rating* mais baixo).

Foi selecionado um número adicional de variáveis explicativas, variáveis de controle, que segundo a literatura (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; BRADLEY et al., 2008) também podem influenciar os *ratings* 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 – *Log* do volume de emissão.
- Endividamento total – Passivo circulante + Passivo não circulante / Ativo total.

- Endividamento de longo prazo Passivo não circulante / Ativo total.
- ROA (Retorno sobre os ativos) -Lucro operacional / Ativo total.
- Tamanho - *Log* do ativo total.
- LG (Liquidez geral) – Ativo circulante + Realizável a longo prazo / Passivo circulante + Passivo não circulante.

#### 4. Análise de resultados

Foram coletadas informações das empresas listadas na BM&FBOVESPA, cujas emissões de debêntures públicas no mercado primário contemplaram os anos de 2005 a 2010. Primeiramente foram observadas algumas características das emissões de debêntures (o indexador das debêntures emitidas, o volume de debêntures registradas por ramo de atividade e o volume de debêntures registradas por destinação de recursos), que se mostraram importantes, já que ao longo do período de análise deste trabalho aconteceu uma crise que apresentou impactos distintos entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento – a crise das hipotecas *subprime*.

A primeira característica observada foi o indexador - que atua no sentido de proporcionar retorno ao investimento e reduzir o risco de perda do poder aquisitivo do credor. No período analisado, a maioria das emissões foram indexadas pela taxa DI, seguido pelo IPCA e TR. Vale ressaltar que o IGP-M teve sua participação no mercado substituída por outros indexadores como o IPCA, que apresentou uma relativa estabilidade nas suas cotações, ou seja, apresentou um menor risco (ver Quadro 2).

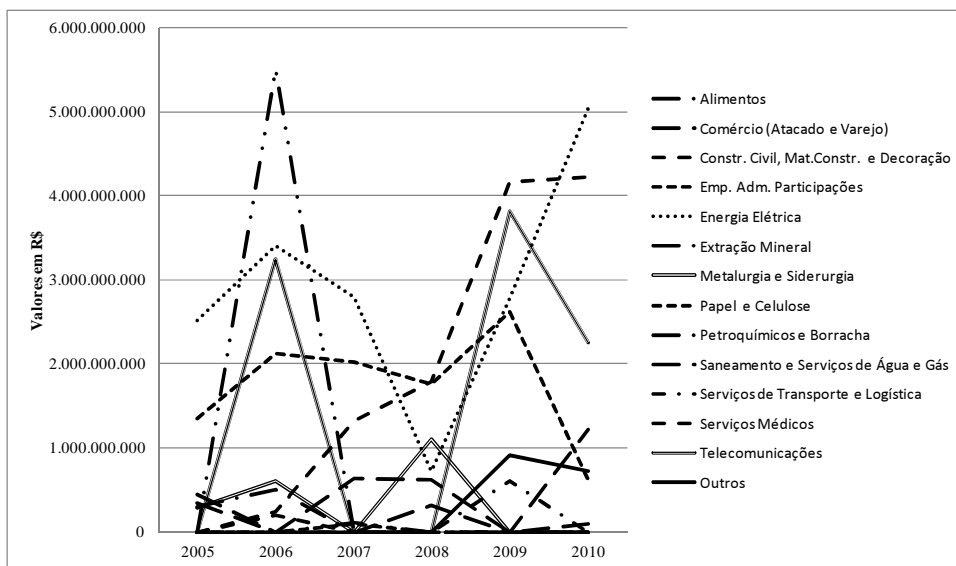
Quadro 2 – Indexador das debêntures emitidas

Indexador	Quantidade					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DI	16	21	22	23	32	23
IGP-M	8	3	0	0	0	1
IPCA	0	0	5	3	13	7

US\$ COMERCIAL	0	0	1	0	1	0
PREFIXADO	0	0	0	1	0	0
INPC	0	0	0	0	1	0
TR	0	0	0	0	3	5
OUTROS	0	1	0	0	0	0
<b>Total</b>	24	25	28	27	50	36

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2011.

**Figura 2** - Volume de debêntures registradas por ramo de atividade no período de 2005 a 2010



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2011.

Relevantes captações foram realizadas, ao longo do período analisado, por empresas do setor de Energia Elétrica (R\$ 17.249.028.015), Construção Civil, Materiais de Construção e Decoração (R\$ 11.738.556.000), Empresas Administradoras de Participações (R\$ 10.501.260.000), Telecomunicações (R\$ 9.300.000.000), Extração Mineral (R\$ 5.500.000.000), Sa-

neamento e Serviços de Água e Gás (R\$ 1.985.000.000), Metalurgia e Siderurgia (R\$ 1.985.000.000), e, Comércio - Atacado e Varejo (R\$ 1.699.000.000). Foi observado também, que os setores com captações frequentes (Construção Civil, Materiais de Construção e Decoração; Empresas Administradoras de Participações; e; Energia Elétrica), sentiram os reflexos da crise

econômica em 2008, diminuindo o volume de recursos captados com debêntures, contudo em 2009 estes setores voltaram a utilizar este instrumento financeiro com volumes iguais ou superiores aos de 2007 (ver Figura 2).

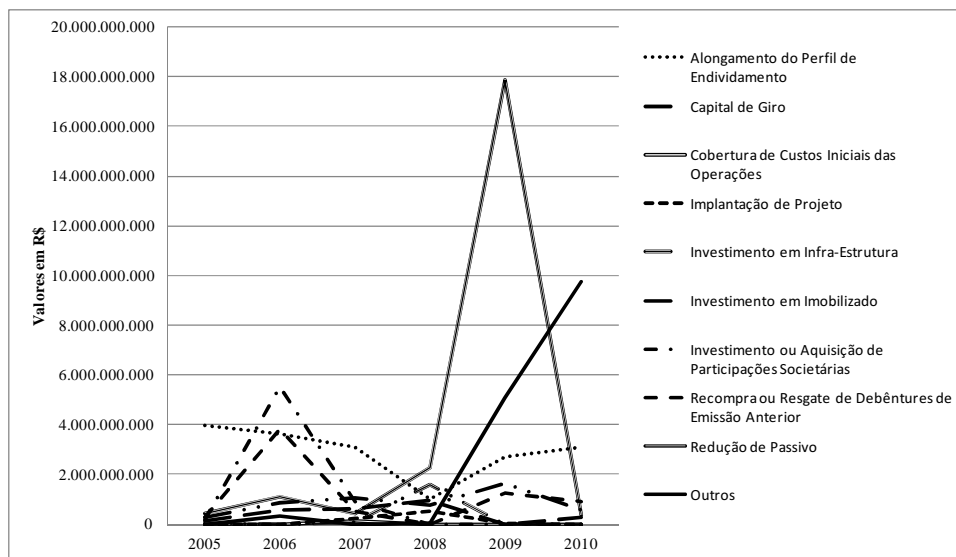
Neste contexto, destaca-se a importância do mercado de renda fixa, pois figura-se como fonte complementar de recursos para as empresas. Assim sendo, há a necessidade de políticas de incentivo ao mercado de debêntures para que as empresas possam financiar seus projetos, e, conseqüentemente, gerar riquezas para o país.

Ao longo do período analisado, as empresas captaram recursos para Redução de Passivo (R\$ 22.425.237.481), Alongamento do Perfil de Endividamento (R\$ 17.519.226.858), Recompra ou Resgate de Debêntures de Emissão Anterior (R\$ 6.800.288.831), Investimento ou Aquisição de Participações Societárias (R\$ 6.540.546.020), Capital de Giro (R\$

5.131.239.290), Investimento em Imobilizado (R\$ 2.489.780.250), Investimento em Infraestrutura (R\$ 1.691.500.000), e, Outros (R\$ 15.199.209.430), estes dados podem ser visualizados na Figura 3.

Em 2008, a captação de recursos via mercado de capitais teve suas atividades reduzidas pela conjuntura de crise (preocupação com o risco de crédito, elevação das taxas, perda de patrimônio dos fundos de investimentos etc.). Foi neste ambiente adverso, com linhas de crédito mais curtas e mais caras, que as empresas precisaram reajustar suas políticas de investimento e financiamento a esse ambiente de incerteza (MEIBAK, 2008). Em 2009, as empresas, ainda se mostram cautelosas, ao emitir dívidas como o objetivo da Redução de Passivo, sendo um reflexo do momento de crises sucessivas nos mercados internacionais e incertezas em relação a perspectivas futuras da economia mundial.

Figura 3 – Volume de debêntures registradas por destinação de recursos no período de 2005 a 2010



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures, 2011.

Outro fato que, também, contribuiu com a retração do mercado de debêntures foi a redução da remuneração oferecida pelas empresas aos investidores, apesar das

boas expectativas da economia para 2010 (MANDL, 2010).

Posteriormente, foram realizadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) das va-

riáveis, e a seguir são discutidos aqueles resultados mais relevantes.

Os resultados encontrados mostraram empresas com alta concentração de propriedade e conselhos de administração com um tamanho médio de 16 membros (número superior ao recomendado pelo IBGC). Em relação ao *rating* atribuído pelas agências classificadoras, as empresas apresentam uma boa qualidade de crédito, com boa capacidade de honrar seus compromissos financeiros. As variáveis volume e prazo (características das debêntures), mostraram que em média as emissões possuem prazo de vencimento de 5 anos, com elevados volumes emitidos.

Quanto às variáveis de estrutura de capital (Endividamento total e Endividamento de longo prazo), as empresas apresentam níveis de endividamento consideráveis (64% do ativo total foi financiado com capital de terceiros, em média), corroborando com a liquidez geral que em média não se mostrou satisfatória. Estes resultados podem ter sido influenciados pela crise das hipotecas *subprime* que se iniciou em 2007 nos EUA, afetando os outros mercados, inclusive o brasileiro.

#### 4.1 Os efeitos das práticas de governança sobre os *ratings*.

A amostra foi composta pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, cujas emissões de debêntures públicas do mercado primário contemplaram os anos de 2005 a 2010 e tiveram pelo menos uma classificação de risco de crédito atribuída por alguma empresa especializada. Foram excluídas da amostra 32 empresas por não apresentarem os dados necessários para compor as variáveis

utilizadas neste estudo, resultando numa amostra final de 101 empresas.

Para esta análise foi utilizada a técnica econométrica *ordered logit*. Na regressão foram utilizadas variáveis *dummy* para cada ano (D2005, D2006, D2007, D2008, D2009 e D2010), a fim de capturar o efeito do tempo sobre as variáveis, já que foi analisado um corte transversal agrupado. Para corrigir os problemas da heterocedasticidade foi utilizada a matriz de White nas regressões, pois segundo Wooldridge (2002), os coeficientes das variáveis explicativas serão inconsistentes na presença da heterocedasticidade.

Os resultados obtidos (Tabela 1) sinalizam que a concentração de propriedade influencia positivamente a classificação de crédito das debêntures, ou seja, as empresas que possuem uma maior concentração de propriedade emitem títulos corporativos com melhores classificações de crédito. Este achado corrobora com os estudos de Asbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Bhojaraj e Sengupta (2003), e, Bradley et al. (2008).

Ao substituir os mecanismos de governança, ou seja, a concentração de propriedade pelo tamanho do conselho, este apresentou uma relação negativa. Tal resultado indica que as debêntures tendem a possuir uma melhor classificação de crédito quando as empresas apresentam conselhos menores, ou seja, conselhos com tamanhos segundo as regulamentações do IBGC. Este resultado mostra-se contrário aos de Bradley et al. (2008), desta forma pode-se inferir que, a relação negativa encontrada pode ser “fruto” da realidade nacional em que a maioria dos conselhos apresentam tamanhos maiores do que o recomendado pelo IBGC.

**Tabela 1** - Efeito dos mecanismos de governança corporativa sobre o *rating* das debêntures

As variáveis utilizadas foram: Concentração de propriedade (CP), tamanho do conselho de administração (TC), a classificação de crédito das debêntures (RATING), o volume da emissão das debêntures (VOL), o prazo de vencimento da debênture (PRAZO), endividamento total (ET), endividamento de longo prazo (ELP), retorno sobre o ativo (ROA), tamanho da empresa (TAM), e, a liquidez geral (LG). A descrição dessas variáveis está apresentada na seção 3.1. A amostra é formada por 101 empresas brasileiras de capital aberto listadas na

## Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures

BM&FBOVESPA. Os dados são relativos aos anos de 2005 a 2010. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (*b*), a estatística *z*, e a significância estatística. Os coeficientes foram estimados pelo método *ordered logit*. 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
CP	<i>b</i>	.006491	.007522	.0074749			
	<i>z</i>	0.96	1.13	1.13			
	sig.	0.338	0.257	0.259			
TC	<i>b</i>				-1.133597	-1.1052216	-1.1040886
	<i>z</i>				-3.20	-2.97	-2.93
	sig.				<b>0.001</b>	<b>0.003</b>	<b>0.003</b>
VOL	<i>b</i>			.2180305			.1311164
	<i>z</i>			0.86			0.51
	sig.			0.391			0.611
PRAZO	<i>B</i>	.0926288	.0800269		.104829	.0949317	
	<i>z</i>	0.71	0.62		0.83	0.75	
	sig.	0.477	0.538		0.406	0.454	
ET	<i>b</i>			-.5296337			.2036674
	<i>z</i>			-0.44			0.16
	sig.			0.663			0.871
ELP	<i>b</i>		-1.303301			-.5262768	
	<i>z</i>		-0.78			-0.31	
	sig.		0.438			0.757	
ROA	<i>b</i>	16.65795	16.9952	16.27164	20.36917	20.81455	20.13788
	<i>z</i>	4.63	4.80	4.47	5.32	5.44	5.12
	sig.	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
TAM	<i>b</i>	.7278475	.7789997	.6933166	1.082673	1.101079	1.057732
	<i>z</i>	3.74	3.94	3.28	4.76	4.80	4.21
	sig.	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
LG	<i>b</i>	-.2654378			-.5238817		
	<i>z</i>	-0.70			-1.39		
	sig.	0.484			0.165		
D2005	<i>b</i>	.4646059	.686978	.7511423	.3616388	.7155223	.8019427
	<i>z</i>	0.57	0.90	1.01	0.45	0.93	1.07
	sig.	0.567	0.370	0.314	0.654	0.350	0.286
D2006	<i>b</i>	.2605543	.424689	.3417851	.5194176	.7434315	.7265556
	<i>z</i>	0.35	0.59	0.47	0.69	1.02	0.97
	sig.	0.727	0.557	0.636	0.488	0.306	0.333
D2007	<i>b</i>	-.8431955	-.7338785	-.5949222	-.7484477	-.5730087	-.3949167
	<i>z</i>	-1.05	-0.94	-0.83	-0.95	-0.74	-0.54
	sig.	0.292	0.346	0.407	0.341	0.457	0.588
D2008	<i>b</i>	-.2878939	-.122799	-.0660668	-.5707819	-.2918796	-.2192351
	<i>z</i>	-0.35	-0.16	-0.09	-0.72	-0.38	-0.29
	sig.	0.725	0.874	0.930	0.474	0.700	0.771
D2009	<i>b</i>	1.403836	1.494851	1.341036	1.480825	1.662699	1.49099
	<i>z</i>	1.82	2.00	1.85	1.94	2.22	2.02
	sig.	<b>0.068</b>	<b>0.045</b>	0.065	<b>0.053</b>	<b>0.026</b>	<b>0.043</b>
Wald chi2		59.34	59.46	59.18	69.33	67.49	67.14
sig.		<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
R <sup>2</sup>		0.1515	0.1519	0.1512	0.1771	0.1724	0.1715



Com relação às variáveis características das debêntures, elas apresentaram sinal positivo ao longo das estimações mostrando a importância da maturidade e do volume da emissão na qualidade de crédito destes títulos (apesar de não apresentarem significância estatística). Já as variáveis de endividamento (endividamento total e endividamento de longo prazo) apresentaram uma relação negativa, fato apreciável na determinação da qualidade de crédito de títulos corporativos, ou seja, quanto menos endividada for a empresa melhor será a classificação de crédito das debêntures atribuídas pelas agências classificadoras.

Por fim, a variável ROA (retorno sobre o ativo total) e a variável TAM (tamanho da empresa) se mostraram positivas e estatisticamente significantes, indicando que quanto maior o desempenho/tamanho da empresa maior será a classificação de crédito das debêntures. Em outras palavras, as empresas com maiores desempenhos e/ou de grande porte (as grandes empresas possuem maior acesso a financiamentos por possuir elevado patrimônio como garantia, desta forma elas podem receber melhores classificações de crédito) tendem a apresentar uma classificação de crédito mais alta atribuída aos seus títulos. Sobre as variáveis *dummy* de tempo (variáveis que capturam o efeito do tempo), apenas o ano de 2009 (D2009) apresentou-se estatisticamente significativa, portanto pode-se deduzir que a partir deste ano a economia nacional apresenta boas expectativas de recuperação da crise econômica mundial.

## 5. Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo verificar se a concentração de propriedade influencia na qualidade creditícia das debêntures emitidas por empresas listadas

na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2010. Para tanto, os prospectos das emissões de debêntures foram coletados, e posteriormente foram identificadas as classificações de crédito das emissões.

Observou-se que os *ratings* de crédito atribuídos às debêntures, pelas empresas especializadas, foram todos classificados de acordo com o grau de investimento. O estudo indica ainda que, aproximadamente 72% das emissões foram indexadas pela taxa DI (Depósitos Interfinanceiros), 14% ao IPCA e 6% ao IGP-M, entretanto, o incremento de emissões indexadas pelo IPCA aconteceu a partir de 2007 refletindo o contexto de crise mundial, pois as empresas e/ou investidores buscavam um menor risco, representado pela estabilidade das cotações do IPCA.

O estudo indica ainda que, os setores que mais captaram recursos através de debêntures foram: (a) energia elétrica, que a partir de 2009 voltou a captar recursos a patamares semelhantes ao período anterior a crise, (b) construção civil, que apresentou um bom desempenho na captação de recursos via debêntures, e, (c) telecomunicações, que dá sinais de investimentos no setor, ou seja, de um aquecimento dos negócios em telecomunicações.

Em relação à destinação dos recursos, foi observado que os recursos foram usados principalmente para redução de passivo, alongamento do perfil de endividamento, e, recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior, fato que indica uma preocupação das empresas em relação ao comportamento da economia nacional, pois ainda há uma conjuntura de crise mundial que reflete no crescimento do país.

Os resultados também sugerem que a concentração de propriedade apresentou uma relação positiva com o *rating* de crédito, sinalizando que as empresas com maior concentração de propriedade tendem a ter seus títulos corporativos com melhores classificações de crédito. E ao substituir

a concentração de propriedade pelo tamanho do conselho, este apresentou uma relação negativa, indicando que as debêntures tendem a ter melhores classificações de crédito quando as empresas apresentam conselhos com tamanhos menores, ou seja, segundo as recomendações do IBGC. Estes resultados estão de acordo com os estudos realizados por Asbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Bhojaraj e Sengupta (2003), e, Bradley et al. (2008).

Dentre as variáveis de controle, destacam-se: o retorno sobre os ativos (ROA) e o tamanho da empresa (TAM), por se mostrarem estatisticamente significantes, evidenciando a importância destas variáveis na determinação do *rating* pelas agências classificadoras de crédito, sinalizando que as empresas apresentam riscos menores ao exibir bons desempenhos (bons resultados financeiros proporcionados pela boa gestão dos ativos da empresa), e/ou pelo porte, pois as grandes corporações dispõem de um patrimônio mais elevado que poderá ser utilizado com garantia dos empréstimos adquiridos.

As principais limitações da pesquisa referem-se à possibilidade de existência de problemas econométricos, como variáveis importantes que porventura possam ter sido omitidas, e, a ausência de uma amostra relativamente grande.

Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando as mesmas variáveis com a utilização de outras técnicas estatísticas, a fim de testar a consistência dos resultados. Outras variáveis podem ser incluídas, a fim de verificar se elas também influenciam a qualidade creditícia das debêntures.

## Referências

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings.

**Journal of Accounting and Economics**, vol. 42, p. 203-243, 2006.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO (Org.). **Debêntures**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.

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

BM&FBOVESPA. **Guia de Debêntures**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2006.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J. C.; GUEDHAMI, O. Postprivatization Corporate Governance: the Role of Ownership Structure and Investor Protection. April, 2003. **Available at SSRN:** <http://ssrn.com/abstract=406461>

BRADLEY, M. et al. The Effects of Corporate Governance Attributes on Credit Ratings and Bond Yields. September, 2008. **Available at SSRN:** <http://ssrn.com/>

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, vol. 63, p.248-254, 2010.

COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. Boards: Does one size fit all? February, 2005. **Available at SSRN:** <http://ssrn.com/abstract=665746>

EDERINGTON, L. H.; YAWITIZ, J. B.; ROBERTS, B. E. The information content of bond ratings. **The Journal of Financial Research**, vol.10, n. 3, p.211-227, 1987.

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.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. New Jersey: Prentice-Hall, 2002.

GUEST, P. M. The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. **The European Journal of Finance**, vol. 15, n. 4, p. 385-404, 2009.

HARFORD, J.; LI, K.; ZHAO, X. Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. February, 2007. **Available at SSRN:**  
<http://ssrn.com/abstract=891300>

KAPLAN, R.S.; URWITZ, G. Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. **The Journal of Business**, vol. 52, n. 2, p. 231-261, 1979.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **NBER Working Paper**, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6625>>. Acesso em: 07 set. 2012.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate valuation. **NBER Working Paper**, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7403>>. Acesso em: 07 nov. 2010.

LEFORT, F.; URZÚA, F. Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile. March, 2007. **Available at SSRN:**  
<http://ssrn.com/abstract=1664074>

LINCK, J. S.; NETTER, J. M.; YANG, T. The Determinants of Board Structure. March, 2007. **Available at SSRN:**  
<http://ssrn.com/abstract=729935>

LUENGNARUEMITCHAI, P.; LIANONG, L. An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains. **IMF Working Paper**, 2005. Disponível em: <http://www.imf.org>. Acesso em: 11 dez. 2011.

MANDL, C. **CDB rouba investidor das debêntures**. 2010. Disponível em: [http://www.debentures.com.br/informacoes\\_aomercado](http://www.debentures.com.br/informacoes_aomercado). Acesso em: 09 set. 2012.

MEIBAK, F. **Crise torna necessário um forte corte na taxa de juros**. 2008. Disponível em: [http://www.debentures.com.br/informacoes\\_aomercado](http://www.debentures.com.br/informacoes_aomercado). Acesso em: 09 set. 2012.

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 eletrônicos...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 2006.

MOODY'S. **Sistema de Ratings da Moody's**. Disponível em: <<http://www.moody.com.br/brasil/index.htm>>. Acesso em 29 dez. 2011.

PAIVA, E. V. S.; SAVOIA, J. R. F.; CORRAR, L. J. Avaliação das diferenças de *ratings* em emissões de debêntures no Brasil: 2000 a 2007. In: SEMEAD, 11., 2008, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Semead, 2008.

PEROBELLI, F. 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 eletrônicos...** Rio de Janeiro: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 2005.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. H.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2006.

SANT'ANNA, A. A. Debêntures batem recorde, mas emissões são concentradas. **Visão do Desenvolvimento**, n. 27, p. 1-8, 2007.