

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**  
**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**COMPOSIÇÃO DAS DÍVIDAS CORPORATIVAS NO BRASIL: FATORES  
QUE EXPLICAM A EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Fernando Baptista da Cruz

Orientador: Hsia Hua Sheng

2010

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**FERNANDO BAPTISTA DA CRUZ**

**COMPOSIÇÃO DAS DÍVIDAS CORPORATIVAS NO BRASIL: FATORES  
QUE EXPLICAM A EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia Empresarial

Campo de Conhecimento:

Finanças Corporativas

Orientador:

Prof. Hsia Hua Sheng

**SÃO PAULO**

**2010**

Cruz, Fernando Baptista da.

Composição das Dívidas Corporativas no Brasil: Fatores que Explicam a Emissão de Debêntures/ Fernando Baptista da Cruz. – 2010.

37 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng

Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Sociedades comerciais -- Dívidas. 2. Sociedades comerciais – Brasil. 3. Dívidas. 4. Debêntures. I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 347.72(81)

**FERNANDO BAPTISTA DA CRUZ**

**COMPOSIÇÃO DAS DÍVIDAS CORPORATIVAS NO BRASIL: FATORES  
QUE EXPLICAM A EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia Empresarial

Campo de Conhecimento:

Finanças Corporativas

**Banca examinadora:**

---

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

FGV-EESP

---

Prof. Dra. Mayra Ivanoff Lora

FGV-EESP

---

Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

INSPER-SP

**SÃO PAULO**

**2010**

## **DEDICATÓRIA**

Aos meus pais, Antônio e Iracema, e à minha irmã, Thais, por estarem sempre presentes e me apoiarem em todos os momentos.

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Hsia Hua Sheng, pelo apoio e orientação, fundamentais para a realização desse trabalho.

À Prof. Dra. Mayra Ivanoff Lora, pelos ensinamentos sobre estatística e pelas importantes contribuições.

À Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi, por aceitar fazer parte da banca e pelo tempo dedicado na análise desse trabalho.

Aos meus amigos do MPFE – Arizoly, Rafael e João Luiz – que permitiram aos anos de mestrado serem muito mais leves e divertidos.

Aos meus amigos que sempre me incentivaram a seguir em frente com os estudos.

À Angela, que esteve sempre presente e me apoiando em cada dificuldade.

## RESUMO

A destinação dos recursos captados através de dívida e o setor de atuação da empresa são variáveis importantes na discussão da teoria de agência para a composição das dívidas corporativas. A literatura empírica brasileira não incorpora tais variáveis em seus modelos. O objetivo deste trabalho é investigar se essa destinação e se o setor de atuação da empresa influenciam na decisão de emitir dívida pública. Desta forma, utilizou-se o modelo LOGIT para analisá-los em conjunto com outras variáveis, que se mostraram significativas em outros estudos. Os resultados sugerem que os setores regulados e que os recursos destinados para aquisição de participações acionárias aumentam a chance de uma empresa de capital aberto utilizar dívida pública. Além disso, não se encontrou evidências de que uma maior proporção de ativos imobilizados sobre ativo total influencia na decisão de emissão de dívida pública.

**Palavras-Chaves:** dívida corporativa, composição do endividamento, instrumento de dívida, debêntures

## ABSTRACT

The purpose of the debt and the enterprise's sector are important variables for the debate on corporate indebtedness composition in the context of the agency theory. The Brazilian empirical literature does not include those variables in its models. The aim of this study is to investigate if the purpose of the public debt and the enterprise's sector have an influence on the financing source. In this context, it was used the LOGIT model in order to analyze these variables with others that were significant in past studies. The results imply that regulated sectors and resources allotted to the acquisition of equity participation increase the chance of choosing public debt. Furthermore, it was not found any evidence that a higher fixed assets to total assets ratio has an influence on the decision to issue a public debt.

**Key words:** corporate debt, indebtedness composition, debt type, debentures

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. INTRODUÇÃO.....</b>                | <b>11</b> |
| <b>2. LITERATURA.....</b>                | <b>14</b> |
| <b>3. METODOLOGIA.....</b>               | <b>21</b> |
| 3.1 <i>Modelo de Pesquisa.....</i>       | <i>21</i> |
| 3.2 <i>Definição das Variáveis .....</i> | <i>22</i> |
| 3.3 <i>Amostra e Base de Dados.....</i>  | <i>24</i> |
| <b>4. RESULTADOS.....</b>                | <b>26</b> |
| <b>5. CONCLUSÕES .....</b>               | <b>29</b> |
| <b>6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....</b>  | <b>30</b> |
| <b>7. ANEXOS .....</b>                   | <b>33</b> |

## LISTA DE TABELAS

|  |    |
|--|----|
| TABELA 2-1: VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DOS MODELOS EMPÍRICOS.....                          | 16 |
| TABELA 2-2: PARTICIPAÇÃO DO SETOR NAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES ( 2003 A 2008) .....      | 17 |
| TABELA 2-3: DESTINAÇÃO DOS RECURSOS CAPTADOS ATRAVÉS DE DEBÊNTURES (2003 A 2008) ..... | 20 |
| TABELA 3-1: DEFINIÇÃO E SINAIS ESPERADOS DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS UTILIZADAS .....   | 23 |
| TABELA 3-2: DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS UTILIZADOS NA AMOSTRA .....                     | 25 |
| TABELA 4-1: RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO (MODELO TOBIT).....                                | 26 |
| TABELA 4-2: RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DO MODELO LOGIT .....                              | 27 |

## 1. INTRODUÇÃO

A destinação dos recursos captados através de dívida e o setor de atuação da empresa são variáveis importantes na investigação dos conflitos explorados pela teoria de agência, nos estudos sobre o endividamento corporativo. Na prática, essas informações também têm um papel importante nos processos de análise de crédito; por esses motivos, questiona-se esses fatores na formação das dívidas corporativas.

Segundo Johnson (1997), essa estratégia está diretamente relacionada à teoria de agência, através de questões de monitoramento, custos de liquidação e risco moral. Dentro dessa linha, as principais pesquisas empíricas utilizam as características das empresas como forma de abordar esses problemas. Ao se analisar o mercado brasileiro, destacam-se as contribuições de Lucinda e Saito (2005), que mostram a influência dos custos de liquidação e do nível de endividamento na escolha da composição do mesmo, e de Figueiredo (2007), que cita que o custo da dívida, os ativos imobilizados e o nível do endividamento são variáveis importantes, no momento em que as empresas passam a acessar o mercado de dívida pública.

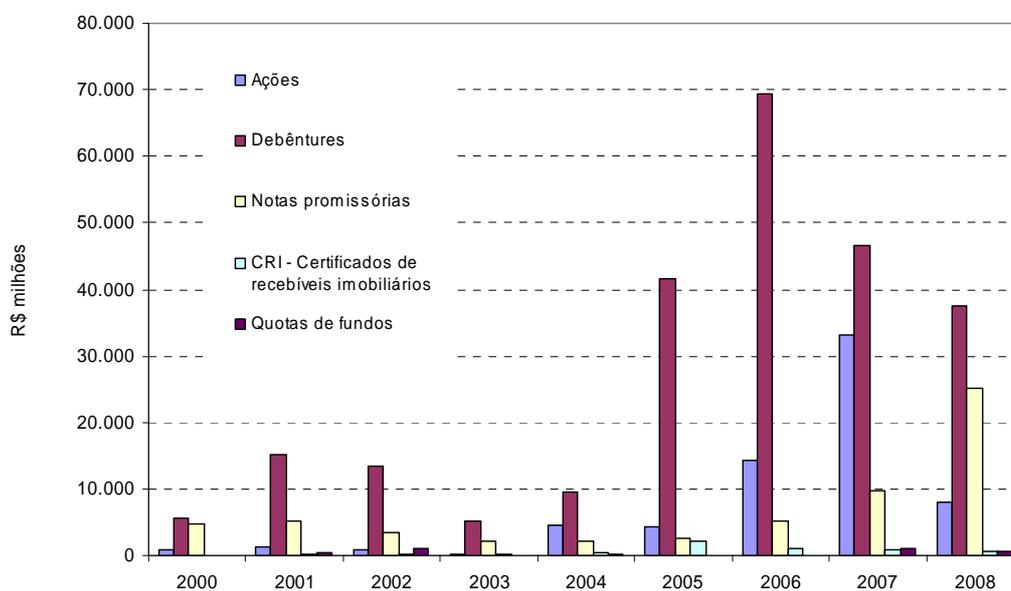
Os instrumentos de dívida utilizados pelas empresas brasileiras podem ser divididos basicamente em dois tipos: colocações privadas e públicas. Nas colocações públicas, são consideradas as operações ofertadas e negociadas dentro de mercados formais, regidos por regras específicas. Já as operações privadas são realizadas diretamente com uma contraparte.

Conforme citado por Lucinda e Saito (2005), as operações públicas apresentam maiores requisitos de informação e *rating*, menor flexibilidade sobre o volume da operação, além de necessitarem de maior publicidade; por outro lado, não demandam relacionamento de longo prazo com os financiadores. As ofertas privadas, em contrapartida, necessitam de requisitos menores de informação, *rating* e publicidade, além de apresentarem maior flexibilidade sobre o volume da operação, mas é fundamental o relacionamento de longo prazo entre as empresas e os financiadores.

O Gráfico 1-1 mostra que a emissão de debêntures é um dos principais instrumentos utilizados pelas empresas de capital aberto ao acessar o mercado de capitais; entretanto, é importante destacar que o grande incremento entre os anos de 2005 e 2007 é

consequência direta das emissões de empresas de Arrendamento Mercantil, conhecidas como *Leasing*. No anexo II, é apresentada uma tabela com a proporção das emissões de empresas de Arrendamento Mercantil em relação ao total emitido.

As instituições financeiras utilizam as debêntures emitidas por suas empresas de Arrendamento Mercantil como lastro em operações compromissadas como alternativa aos instrumentos tradicionais de depósito a prazo, como os Certificados de Depósito Bancário, uma vez que as operações compromissadas não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O FGC é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que tem como objetivo administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras, que contribuem mensalmente ao Fundo com um percentual sobre o montante dos saldos das contas que são objetos de garantia. Em função disso, serão desconsideradas, nas análises deste estudo, as empresas que têm como principal receita resultado financeiro, ou seja, as empresas dos segmentos de Arrendamento Mercantil, Crédito Imobiliário, *Factoring*, Intermediação Financeira, Securitização de Recebíveis e Seguradoras.



**Gráfico 1-1:** Emissões Primárias de Títulos e Valores Mobiliários (Fonte: CVM)

As Notas Promissórias (NPs) vêm ganhando espaço no mercado público de dívida após a Instrução Normativa 476 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que estabelece procedimentos simplificados para uma empresa de capital aberto acessar o mercado de capitais através da oferta pública de dívida. Esse instrumento proporciona menores custos e prazo de estruturação; entretanto, tem seu prazo máximo de emissão limitado em 1 ano.

O mercado tem utilizado a emissão pública de NPs em função dos benefícios fiscais existentes nas ofertas públicas de títulos e valores mobiliários, mesmo quando o credor final será apenas uma instituição.

Na prática, o mercado financeiro, além das características das empresas, considera a destinação dos recursos e o setor de atuação como dois pontos fundamentais na decisão de investimento em títulos de dívida corporativa. Neste estudo, considera-se que essas variáveis revelam conflitos de agência entre tomadores e credores.

Dessa forma, o objetivo deste trabalho é investigar se a destinação dos recursos captados através da emissão de debêntures e se o setor de atuação da empresa influenciam na decisão de emitir dívida pública em detrimento da colocação de dívida privada. Este estudo, portanto, pretende contribuir na análise da composição das dívidas corporativas, ao agregar esses elementos à essa discussão.

Este trabalho está organizado em 5 seções. Na seção 2, são apresentados os principais estudos sobre a composição da dívida das empresas e as principais utilizações de recursos captados através de debêntures e suas possíveis implicações teóricas. Na terceira e quarta seções são apresentados a metodologia proposta e seus resultados, respectivamente. Por fim, a última seção apresenta as conclusões do presente estudo.

## 2. LITERATURA

A decisão do endividamento envolve uma combinação de diversos fatores relacionados com a empresa, bem como ambiente na qual está inserida. Johnson (1997) consolida essa discussão em três principais linhas teóricas.

A primeira linha teórica se desenvolve em torno das informações demandadas pelos credores e pelos custos de monitoramento envolvidos. Conforme proposto por Fama (1985), as empresas menores deveriam preferir empréstimos bancários, pois a necessidade de produzir as informações é menor, dado que os credores privados são melhor informados e em menor quantidade; em contrapartida, Krishnaswami et al (1999) citam que as empresas maiores podem preferir produzir mais informação em função dos ganhos de escala de operações públicas dado que são normalmente de volumes maiores.

Nessa mesma linha, Bolton & Freixas (2000) destacam que a principal diferença entre os títulos corporativos, negociados no mercado público, e a dívida bancária é a capacidade de monitoramento dos bancos, de forma que em um cenário de baixos retornos ou de falência eminente, os bancos conseguem avaliar melhor o futuro da empresa, enquanto que os credores dos títulos buscariam liquidar a empresa.

Yosha (1995) discute o custo de informação do ponto de vista da competição. As empresas com projetos de alta qualidade deveriam evitar emissões públicas, dado que, além do maior custo de produção da informação, existiria um custo de aprendizado dos competidores que teriam acesso às informações sobre os projetos das mesmas.

A segunda linha teórica deriva do monitoramento e trata especificamente do processo de liquidação da empresa. Lucinda e Saito (2005) citam que a falência de uma empresa implica em custos para diversas partes relacionadas. De forma a minimizar esses custos, são estabelecidas algumas garantias aos credores, que podem ser desde garantias reais até cláusulas que estabelecem alguns parâmetros, os quais a empresa deve cumprir durante a vigência desse contrato.

Os custos de liquidação estão diretamente relacionados aos ativos das empresas, de modo que, quanto mais líquidos forem os ativos, mais precisa é a avaliação do valor da

empresa, evitando a liquidação prematura; em contrapartida, empresas com alto valor de ativos fixos ou projetos específicos perderiam muito em um processo de liquidação, optando assim por dívida privada, uma vez que a renegociação seria mais fácil.

A última linha de pesquisa explora questões relacionadas a incentivos ao tomador de recursos. Dentro dessa linha, incluem-se os conflitos de agência e o risco moral, ou seja, conflitos que podem existir por diferenças de interesses entre os *stakeholders*. Jensen (1986) aponta que a dívida pode mitigar esses conflitos por comprometer o fluxo de caixa livre da empresa. Grossman e Hart (1982) ampliam esse conceito ao analisar que, se a falência for custosa para os administradores, uma vez que os mesmos perderiam alguns benefícios como controle e reputação, a dívida poderia incentivar melhores decisões de investimento.

Apesar de mitigar alguns conflitos entre acionistas e administradores conforme apontado, a dívida pode criar incentivos para a empresa investir de forma ineficiente. A empresa, ao investir em um projeto arriscado com altos retornos, caso tenha sucesso, fará com que os acionistas se apropriem dos ganhos; enquanto que, se o projeto não tiver retorno, os credores ficarão com a perda. Esse efeito é conhecido na literatura como substituição de ativos, pois a dívida incentivaria a empresa a escolher projetos ou ativos de altos retornos, conforme Jensen e Meckling (1976).

Essas linhas teóricas foram testadas empiricamente por Lucinda e Saito (2005) e Figueiredo (2007), que utilizaram variáveis financeiras para representar esses conflitos.

A Tabela 2-1 consolida as variáveis explicativas utilizadas pelos autores em seus respectivos modelos.

Os principais resultados obtidos por Lucinda e Saito (2005) indicam que as empresas com grande proporção de ativos fixos no total dos ativos demandam uma maior porcentagem de dívida privada, por estarem mais sujeitas aos custos de liquidação, e que o nível global de endividamento influencia sua composição, de forma que, quanto maior o exigível de longo prazo, maior seria a diversificação do tipo de dívida.

Além de questões relacionadas ao custo de liquidação, Figueiredo (2007) aponta que as perspectivas de crescimento futuro, a lucratividade e o nível de alavancagem também influenciam nessa decisão; entretanto, quando uma empresa passa a ter acesso ao

mercado público de dívida, apenas os ativos tangíveis e o nível total de endividamento permanecem significativos.

**Tabela 2-1: Variáveis Explicativas dos Modelos Empíricos**

| <b>Lucinda e Saito (2005)</b>   | <b>Figueiredo (2007)</b>  |
|---|---|
| Endividamento de Longo Prazo: Razão entre o Exigível de Longo Prazo e o Ativo Total                   | Alavancagem: Resíduos de um 1º modelo de regressão entre a razão de dívida total e total de ativos    |
| Variação dos Lucros por Ação entre dois anos consecutivos   | Lucratividade: Lucro Operacional (EBIT) e Ativo Total   |
| Razão entre ativos imobilizados e o ativo total   | Razão entre ativos imobilizados e o ativo total   |
| <i>Razão Market-to-book Value (MBV)</i>   | <i>Razão Market-to-book Value (MBV)</i>   |
| Logaritmo neperiano das Vendas em Dólares   | Total do Patrimônio Líquido   |
| Depósitos e Investimentos de Curto Prazo divididos pelo Ativo Total                                   | Custo da Dívida Privada da Firma  |
| Desvio-Padrão dos Resíduos de um Modelo de Mercado nos moldes do CAPM                                 |   |
| <b>Modelo:</b> Máxima Verossimilhança (TOBIT)   | <b>Modelo:</b> Análise em Painel  |
| <b>Variável Dependente:</b><br>Empréstimos de Financiamentos de Longo Prazo / Exigível de Longo Prazo | <b>Variável Dependente:</b><br>Empréstimos de Financiamentos de Longo Prazo / Exigível de Longo Prazo |

A variável *Market-to-book Value (MBV)* é definida conforme equação abaixo.

$$MBV = \frac{\text{Ativo Total} + (\text{Valor de Mercado do Capital Social} - \text{Valor contábil do Capital Social})}{\text{Ativo Total}}$$

Além dessas abordagens, este estudo considera, em sua hipótese inicial, que alguns conflitos também podem ser evidenciados pelo setor de atuação da empresa e pela destinação dos recursos captados através de debêntures.

Smith (1986) aponta que as empresas de setores regulados utilizam mais frequentemente o mercado de capitais para evidenciar seu custo de dívida. Além disso, a utilização de dívida pública limitaria a atuação dos gestores, atendendo a transparência exigida pelo mercado em relação às decisões operacionais e de investimento.

Essas considerações estão em linha com os dados apresentados na Tabela 2-2, que mostra que o setor de Energia Elétrica destaca-se entre os principais emissores de debêntures. Esse setor, além de fortemente regulado por agências e órgãos públicos, tem como principal destinação dos recursos captados o alongamento do perfil do endividamento, refinanciando suas dívidas de curto prazo no mercado público para evitar o monitoramento bancário.

**Tabela 2-2: Participação do Setor nas Emissões de Debêntures ( 2003 a 2008)**

| <b>Setor</b>                           | <b>Participação do Setor (%)</b> | <b>Número de Emissões</b> |
|--|----------------------------------|---------------------------|
| Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)    | 0,6%                             | 4                         |
| Alimentos e Bebidas                    | 3,0%                             | 7                         |
| Comércio (Atacado e Varejo)            | 3,6%                             | 18                        |
| Constr. Civil, Mat.Constr. e Decoração | 5,9%                             | 48                        |
| Emp. Adm. Participações                | 9,8%                             | 14                        |
| Energia Elétrica                       | 27,8%                            | 90                        |
| Extração Mineral                       | 7,4%                             | 2                         |
| Gráficas e Editoras                    | 0,2%                             | 1                         |
| Máquinas, Equipam., Veículos e Peças   | 0,8%                             | 1                         |
| Metalurgia e Siderurgia                | 7,4%                             | 15                        |
| Papel e Celulose                       | 1,2%                             | 5                         |
| Petróleo e Gás                         | 0,6%                             | 3                         |
| Petroquímicos e Borracha               | 5,7%                             | 17                        |
| Saneamento e Serviços de Água e Gás    | 2,4%                             | 11                        |
| Serviços de Transporte e Logística     | 7,0%                             | 38                        |
| Serviços Diversos                      | 2,8%                             | 11                        |
| Serviços Médicos                       | 0,3%                             | 2                         |
| Telecomunicações                       | 13,0%                            | 21                        |
| Têxtil e Vestuário                     | 0,3%                             | 2                         |
| <b>Total</b>                           | <b>100%</b>                      | <b>310</b>                |

Fonte: Andima

Outro setor que pode ser destacado é o de Empresas de Administração e Participação, cuja principal atividade é o próprio investimento e aquisição de participações acionárias, ou seja, a atividade do setor também é uma destinação de recursos. Nesse caso, as questões de risco moral podem ter um papel importante. Do ponto de vista da substituição de ativos, Jensen e Meckling (1976) argumentam que um monitoramento mais fraco permitiria a empresa aceitar projetos mais arriscados do que os definidos na contratação da dívida. Por outro lado, Rajan (1992) cita que o monitoramento dos credores privados pode gerar benefícios, mas também pode distorcer os incentivos dos credores, na medida em que os bancos podem se recusar a renovar empréstimos para projetos com baixo retorno ou exigir uma parcela maior de projetos com altos retornos.

Assim, Diamond (1991), em seu modelo de aquisição de reputação, propõe que existe uma maior probabilidade *ex-ante* de uma empresa ruim escolher um projeto ruim. Essa probabilidade é atualizada constantemente, baseada nos ganhos apresentados pelas empresas, e pode ser considerada como um *rating* de crédito. Assim, uma empresa com baixo histórico de ganhos tem maior probabilidade de escolher um projeto ruim. Já as empresas de alta qualidade buscam financiamento fora dos bancos para evitar custos de monitoramento. O autor ainda cita que as empresas que se utilizam do monitoramento bancário são aquelas que não têm efeito reputacional suficiente para eliminar o risco moral.

Em linha com a pesquisa teórica, ao analisar a Tabela 2-3, percebe-se que mais de 60% do volume emitido tem, como finalidade, o alongamento do perfil de endividamento, refletindo a preocupação das empresas em utilizar o mercado de dívida pública para evitar o monitoramento bancário.

Diamond (1991b) aponta que empresas de melhor *rating* deveriam optar por operações de curto prazo como “ponte” para uma nova operação em um momento extremamente favorável. Do ponto de vista de liquidez, o autor cita que a utilização de dívida mais curta que o fluxo de caixa faria com que as dívidas antigas só pudessem ser pagas através da emissão de novas dívidas. Em caso de não renovação pelos credores, a empresa poderia ser liquidada ou perder ativos. Assim sendo, o risco de liquidez sobreporia algumas oportunidades propiciadas por operações de curto prazo.

Uma alternativa que o mercado encontrou para alongar o prazo da dívida sem perder essa oportunidade foi a inclusão da possibilidade de recompra antecipada por parte do emissor, permitindo a substituição da emissão anterior por uma com melhores condições.

O último ponto a ser destacado é a baixa representatividade dos investimentos em ativos fixos na destinação dos recursos. Tal fato está em linha com os resultados obtidos empiricamente por Lucinda e Saito (2005), que mostram que as empresas com grande proporção de ativos imobilizados em relação ao ativo total demandam mais colocação de dívida privada.

Os autores se baseiam nos resultados apresentados por Johnson (1997), que mostra que essa relação poderia representar uma *proxy* do custo de liquidação, ou seja, quanto maior a percentagem de ativos fixos no total de ativos, maiores seriam os custos de liquidação da empresa. Os altos custos de liquidação viriam do fato dos credores das colocações privadas demandarem ativos fixos como garantia, além de ter maior capacidade de avaliação desses ativos. Em caso de falência da empresa, o valor residual dos ativos poderia ser insuficiente para quitar as obrigações com os investidores das debêntures.

Um fator importante que não foi considerado nesses estudos é a configuração do sistema financeiro brasileiro que oferece condições diferenciadas para alguns fins específicos. As empresas utilizam o setor privado como fonte de recursos para a formação de ativo fixo, dado que as principais fontes de financiamento são disponibilizadas através dos repasses de linhas do BNDES, dos recursos de direcionamento obrigatório e das operações de Arrendamento Mercantil.

Normalmente, nessas operações, os ativos fixos objetos dos financiamentos são as próprias garantias. Assim, as empresas com grande proporção de ativos fixos não demandam mais colocações privadas em função dos custos de liquidação, mas a grande proporção de dívida privada é consequência direta da formação dos ativos fixos. Essa causalidade não será objeto de aprofundamento deste estudo.

Tabela 2-3: Destinação dos Recursos Captados através de Debêntures (2003 a 2008)

| Setor                                  | Alongamento do Perfil de Endividamento | Capital de Giro | Implantação de Projeto | Investimento em Imobilizado | Investimento ou Aquisição de Participações Societárias | Outras Destinações | Reestruturação, Modernização e Recuperação Empresarial | Total       |
|--|--|-----------------|------------------------|-----------------------------|--|--------------------|--|-------------|
| Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)    | 56,3%                                  | 12,3%           | 31,4%                  | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Alimentos e Bebidas                    | 3,9%                                   | 5,1%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 91,0%  | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Comércio (Atacado e Varejo)            | 50,2%                                  | 15,5%           | 9,1%                   | 18,1%                       | 7,1%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Constr. Civil, Mat.Constr. e Decoração | 18,4%                                  | 33,4%           | 17,9%                  | 17,1%                       | 11,7%  | 0,9%               | 0,6%   | 100,0%      |
| Emp. Adm. Participações                | 41,8%                                  | 28,8%           | 0,3%                   | 0,0%                        | 29,0%  | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Energia Elétrica                       | 91,1%                                  | 2,0%            | 1,0%                   | 4,1%                        | 1,6%   | 0,0%               | 0,4%   | 100,0%      |
| Extração Mineral                       | 0,0%                                   | 0,0%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 100,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Gráficas e Editoras                    | 0,0%                                   | 0,0%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 100,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Máquinas, Equipam., Veículos e Peças   | 100,0%                                 | 0,0%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Metalurgia e Siderurgia                | 36,1%                                  | 23,4%           | 0,0%                   | 20,8%                       | 2,5%   | 0,0%               | 17,3%  | 100,0%      |
| Papel e Celulose                       | 63,5%                                  | 36,5%           | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Petróleo e Gás                         | 44,4%                                  | 55,6%           | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Petroquímicos e Borracha               | 59,2%                                  | 15,2%           | 4,2%                   | 0,7%                        | 20,8%  | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Saneamento e Serviços de Água e Gás    | 93,6%                                  | 6,4%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Serviços de Transporte e Logística     | 59,9%                                  | 8,6%            | 0,0%                   | 19,1%                       | 2,9%   | 9,6%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Serviços Diversos                      | 68,2%                                  | 0,0%            | 1,5%                   | 3,0%                        | 10,5%  | 0,0%               | 16,7%  | 100,0%      |
| Serviços Médicos                       | 64,0%                                  | 36,0%           | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Telecomunicações                       | 98,2%                                  | 1,8%            | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| Têxtil e Vestuário                     | 90,0%                                  | 10,0%           | 0,0%                   | 0,0%                        | 0,0%   | 0,0%               | 0,0%   | 100,0%      |
| <b>Total</b>                           | <b>62,3%</b>                           | <b>10,6%</b>    | <b>2,2%</b>            | <b>5,8%</b>                 | <b>16,5%</b>   | <b>0,7%</b>        | <b>1,9%</b>  | <b>100%</b> |

Fonte: Andima

### 3. METODOLOGIA

Tanto Lucinda e Saito (2005), como Figueiredo (2007) ressaltam a importância dos setores na análise do endividamento corporativo, mas destacam que as metodologias utilizadas por eles não permitiam investigar essa variável diretamente.

Os primeiros autores utilizaram o modelo TOBIT com efeitos individuais, pois citam que algumas características das empresas, apesar de constantes ao longo do tempo, podem afetar o comportamento da variável dependente. Os autores citam que a influência do setor é capturada a partir de um termo de erro utilizado, mas que não existe estatística suficiente que permita a função verossimilhança estimar os coeficientes separados para cada variável setorial. A amostra utilizada neste estudo foi composta de 333 empresas do setor não financeiro no período compreendido entre 1995 e 2001.

Figueiredo (2007) utilizou o método de análise em painel, através de três métodos de estimação: *pooled ordinary least square* (POLS - *pooled*), modelo em efeitos aleatórios e em efeitos fixos. O fato do setor de atuação da empresa ser uma *dummy*, sem variação ao longo do tempo, faz com que o modelo em efeitos fixos não considere essa variável em seus cálculos. A amostra utilizada foi composta de 623 empresas não financeiras de 2002 a 2005.

#### 3.1 Modelo de Pesquisa

De forma a avaliar como os setores e a destinação dos recursos podem influenciar na composição do endividamento das empresas, optou-se por utilizar um modelo com variável categórica binária, a regressão logística (LOGIT). Conforme Wooldridge (2003), os modelos de resposta binária compensam algumas desvantagens dos modelos lineares, quando a variável dependente for binária e assumir um pequeno número de valores.

No modelo proposto, a variável dependente (Y) receberá o valor 1 se a empresa tiver debêntures em seu demonstrativo financeiro e o valor 0 caso contrário. A equação (i) abaixo representa esse modelo.

$$P_i = E ( Y = 1 / X_{1i}, \dots, X_{ni} ) = \frac{e^{b_0 + b_1 \cdot X_{1i} + \dots + b_n \cdot X_{ni}}}{1 + e^{b_0 + b_1 \cdot X_{1i} + \dots + b_n \cdot X_{ni}}} \quad (i)$$

A escolha de uma resposta binária foi por se considerar que a composição do endividamento entre dívida pública e dívida privada não é um relação de equilíbrio, de modo que as empresas fariam uma nova emissão de dívida pública no ano seguinte em busca de uma certa estrutura. Portanto, a utilização da razão entre dívida e exigível de longo prazo não parece ser a melhor alternativa para uma variável dependente neste caso. Ademais, considera-se o fato da empresa apresentar debêntures em sua composição de dívida uma resposta forte, em função da menor flexibilidade dessas emissões.

O objetivo desse modelo é permitir avaliar se os setores e a destinação dos recursos influenciam no fato da empresa utilizar dívida pública.

### 3.2 Definição das Variáveis

Conforme discutido anteriormente, as variáveis que se mostraram significantes nos testes realizados por Lucinda e Saito (2005) e por Figueiredo (2007) foram o *market-to-book value* e o nível de endividamento da empresa.

No modelo proposto, não será utilizada a variável *market-to-book value*, pois essa variável pode sofrer distorções em função da liquidez de mercado, além de só fazer sentido para as empresas com ações negociadas na bolsa e pretende-se incluir empresas de capital aberto que não necessariamente são negociadas.

Em relação ao nível de endividamento, os autores utilizam essa variável para verificar a relação entre a composição da dívida e a própria variável. No modelo aqui proposto, será utilizada uma variável representativa do nível de endividamento (A1), porém com o intuito de analisar como esse fator influencia na utilização de dívida pública. A proporção de Ativos Imobilizados sobre o Ativo Total (A2), que se mostrou significativa nos estudos empíricos citados, também será incluída no modelo.

A variável Patrimônio Líquido (A3) será utilizada como *proxy* do tamanho da empresa, de modo que as maiores empresas teriam mais facilidade de acessar o mercado de dívida pública.

**Tabela 3-1: Definição e sinais esperados das variáveis explicativas utilizadas**

Os setores são representados por *dummies*, enquanto que as variáveis representativas das destinações dos recursos assumem valores entre zero e um, de acordo com a participação na destinação dentro de cada setor. Em relação aos sinais esperados, o sinal positivo implica em uma maior probabilidade da empresa emitir debêntures, enquanto que o sinal negativo em uma menor probabilidade.

| Variável | Descrição  | Sinais Esperados  |
|----------|--|---|
| A1       | $\frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Ativo Total}}$       | <b>Positivo:</b> maior nível de endividamento poderia levar a empresa a utilizar diferentes fontes de dívida.                   |
| A2       | $\frac{\text{Ativo imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$  | <b>Negativo:</b> empresas com maior valor, tendem a utilizar mais dívida privada.   |
| A3       | Patrimônio Líquido                                     | <b>Positivo:</b> maiores empresas teriam mais facilidade para acessar o mercado de capitais                                     |
| S1       | Setor de Empresas de Administração e Participações     | <b>Positivo:</b> teoria do monitoramento bancário   |
| S2       | Setor de Energia Elétrica                              | <b>Positivo:</b> Setor fortemente regulado, empresas atuam sob regime de concessão e sofrem fiscalização de órgãos reguladores. |
| S3       | Setor de Saneamento e Serviços de Água e Gás           | <b>Positivo:</b> Setor fortemente regulado, empresas atuam sob regime de concessão e sofrem fiscalização de órgãos reguladores  |
| S4       | Setor de Serviços de Transporte e Logística            | <b>Positivo:</b> empresas atuam sob regime de concessão e sofrem fiscalização de órgãos reguladores.                            |
| S5       | Setor de Telecomunicações                              | <b>Positivo:</b> empresas atuam sob regime de concessão e sofrem fiscalização de órgãos reguladores.                            |
| D1       | Alongamento do Perfil de Endividamento                 | <b>Positivo:</b> monitoramento bancário   |
| D2       | Capital de Giro  | <b>Positivo:</b> monitoramento bancário   |
| D3       | Investimento em Imobilizado                            | <b>Negativo:</b> empresas com maior proporção de ativos fixos utilizariam mais dívida privada                                   |
| D4       | Investimento ou Aquisição de Participações Societárias | <b>Positivo:</b> monitoramento bancário   |

Conforme explorado ao longo deste estudo, a teoria cita que os setores regulamentados demandariam mais dívida pública em função da exigência de maior transparência. Os setores considerados regulamentados são aqueles que atuam sob regime de concessão dos órgãos públicos e, portanto, sem livre concorrência. O setor de Empresas de Participação e Administração (S1), em função da atividade ser especificamente uma das principais destinações, também será representada por uma variável explicativa.

Outro objetivo deste trabalho é investigar as destinações dos recursos captados através de debêntures. A destinação dos recursos (D1 a D4) será incorporada ao modelo através do setor, de acordo com as informações obtidas na Andima e apresentadas previamente na Tabela 2-3.

### **3.3 Amostra e Base de Dados**

A base de dados que será utilizada foi construída a partir dos demonstrativos financeiros fornecidos pelas empresas de capital aberto com ações registradas na Bovespa, ao final de cada exercício fiscal, e os dados foram coletados pelo sistema Economática entre os anos de 2003 e 2008. A amostra consolida as informações de 1826 balanços e demonstrativos financeiros, totalizando 382 empresas para o período em questão. A estatística descritiva é apresentada no anexo III.

As destinações dos recursos captados através de debêntures foram obtidas em uma base da Andima, que consolidou as informações enviadas pelas empresas à CVM. Essas informações foram incorporadas à base de dados através do setor de atuação da empresa, conforme Tabela 2-3.

Na Tabela 3-2 a seguir, apresentamos a quantidade de demonstrativos financeiros por setor. A variação no número de empresas ao longo dos anos ocorre em função de eventos como abertura e fechamento de capital, fusões e incorporações de empresas.

**Tabela 3-2: Demonstrativos Financeiros utilizados na Amostra**

| Setor                                  | Ano        |            |            |            |            |            | Total       |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
|  | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       |             |
| Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)    | 3          | 3          | 3          | 3          | 4          | 4          | 20          |
| Alimentos e Bebidas                    | 22         | 24         | 21         | 21         | 20         | 19         | 127         |
| Comércio (Atacado e Varejo)            | 13         | 14         | 13         | 14         | 13         | 13         | 80          |
| Constr. Civil, Mat.Constr. e Decoração | 21         | 23         | 24         | 36         | 39         | 36         | 179         |
| Emp. Adm. Participações                | 16         | 16         | 17         | 16         | 17         | 18         | 100         |
| Energia Elétrica                       | 43         | 43         | 44         | 46         | 47         | 44         | 267         |
| Extração Mineral                       | 3          | 3          | 3          | 3          | 4          | 3          | 19          |
| Gráficas e Editoras                    | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 2          | 7           |
| Máquinas, Equipam., Veículos e Peças   | 23         | 23         | 22         | 22         | 22         | 21         | 133         |
| Metalurgia e Siderurgia                | 34         | 33         | 32         | 31         | 28         | 25         | 183         |
| Papel e Celulose                       | 9          | 8          | 8          | 7          | 7          | 7          | 46          |
| Petróleo e Gás                         | 8          | 8          | 8          | 8          | 8          | 5          | 45          |
| Petroquímicos e Borracha               | 23         | 23         | 21         | 19         | 18         | 17         | 121         |
| Saneamento e Serviços de Água e Gás    | 4          | 4          | 4          | 4          | 4          | 4          | 24          |
| Serviços de Transporte e Logística     | 13         | 13         | 13         | 13         | 13         | 12         | 77          |
| Serviços Diversos                      | 10         | 12         | 15         | 15         | 22         | 22         | 96          |
| Serviços Médicos                       | 1          | 1          | 2          | 2          | 5          | 5          | 16          |
| Telecomunicações                       | 26         | 25         | 21         | 16         | 16         | 16         | 120         |
| Têxtil e Vestuário                     | 30         | 27         | 28         | 28         | 27         | 26         | 166         |
| <b>Total</b>                           | <b>303</b> | <b>304</b> | <b>300</b> | <b>305</b> | <b>315</b> | <b>299</b> | <b>1826</b> |

Uma das limitações do modelo é a não diferenciação entre debêntures públicas e privadas. Considera-se aqui que as informações referentes a debêntures, apresentadas nas demonstrações financeiras das empresas, são todas objetos de emissões públicas, em função dos benefícios fiscais existentes, direcionando para essa opção, mesmo que a emissão seja para apenas um único investidor.

#### 4. RESULTADOS

O primeiro passo da investigação empírica foi aplicar um modelo explorado pela literatura para os anos de 2003 a 2008, período de aplicação deste estudo. Utilizou-se um dos testes realizados por Lucinda e Saito (2005) como verificação da amostra. A tabela abaixo apresenta os resultados obtidos na aplicação desse modelo utilizando, como ferramenta estatística, o Eviews 4.0.

**Tabela 4-1: Resultados da Estimação (Modelo TOBIT)**

A tabela abaixo apresenta os resultados obtidos na 1ª estimação por Máxima Verossimilhança (TOBIT) realizada pelos autores para a variável dependente COMP<sub>1</sub>, construída como a razão entre a rubrica Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo e o Total do Exigível de Longo Prazo.

| Variável           | Descrição   | Lucinda e Saito<br>(2005) | Base Atual |
|--------------------|---|---------------------------|------------|
| <b>TANG</b>        | $\frac{\text{Ativo imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$ | 0.3878 ***                | 0.1025 **  |
| <b>Ln (Vendas)</b> | <i>Logaritmo Neperiano das Receitas em Dólares</i>    | 0.0180                    | 0.0050     |
| <b>MBV</b>         | <i>Razão Market-to-book Value (MBV)</i>               | -0.0730 *                 | 0.0326 *** |
| <b>FAE</b>         | <i>Diferença entre os Lucros por Ação de períodos</i> | 0.0007                    | 0.00006    |
| <b>Constante</b>   | <i>Intercepto</i>                                     | -0.1070                   | 0.3790 *** |
| <b>N</b>           | <i>Amostra</i>  | 1192                      | 1451       |

\*Significante a 10% \*\*Significante a 5% \*\*\*Significante a 1%

A regressão indica que as mesmas variáveis independentes se mostraram significativas para ambos os períodos de análise. Os principais resultados obtidos por Lucinda e Saito (2005) e Figueiredo (2007) foram apresentados previamente, juntamente com a revisão da literatura.

A próxima etapa foi aplicar o modelo proposto na seção anterior. Os resultados estatísticos são apresentados na tabela Tabela 4-2

**Tabela 4-2: Resultados da Estimação do Modelo LOGIT**

A tabela abaixo apresenta os resultados da regressão logística (LOGIT). A ferramenta estatística utilizada foi o Eview 4.0. O teste LR testa a hipótese nula de que todos os coeficientes conjuntamente, exceto a constante, têm valor zero.

| Variável           | Descrição   | Coefficiente          | P-Valor  |
|--------------------|---|-----------------------|----------|
| <b>C</b>           | <i>Intercepto</i>   | -0.472684             | 0.6918   |
| <b>A1</b>          | $\frac{Dívida Bruta}{Ativo Total}$                            | 0.004996              | 0.5080   |
| <b>A2</b>          | $\frac{Ativo imobilizado}{Ativo Total}$                       | -0.270755             | 0.3383   |
| <b>A3</b>          | <i>Patrimônio Líquido</i>                                     | -0.0000000006         | 0.9387   |
| <b>S1</b>          | <i>Setor de Empresas de Administração e Participações</i>     | 0.950790***           | 0.0005   |
| <b>S2</b>          | <i>Setor de Energia Elétrica</i>                              | 1.441075 ***          | <0.0001  |
| <b>S3</b>          | <i>Setor de Saneamento e Serviços de Água e Gás</i>           | 2.672682 ***          | <0.0001  |
| <b>S4</b>          | <i>Setor de Serviços de Transporte e Logística</i>            | 1.550240 ***          | <0.0001  |
| <b>S5</b>          | <i>Setor de Telecomunicações</i>                              | 1.465641 ***          | <0.0001  |
| <b>D1</b>          | <i>Alongamento do Perfil de Endividamento</i>                 | -1.124682             | 0.3614   |
| <b>D2</b>          | <i>Capital de Giro</i>  | -0.621379             | 0.6403   |
| <b>D3</b>          | <i>Investimento em Imobilizado</i>                            | -0.455025             | 0.8450   |
| <b>D4</b>          | <i>Investimento ou Aquisição de Participações Societárias</i> | -2.094813 *           | 0.0976   |
| N                  | 1826  |                       |          |
| Mean dependent var | 0.256846  | S.D. dependent var    | 0.437013 |
| S.E. of regression | 0.415858  | LR statistic          | 180.5154 |
| Sum squared resid  | 313.5369  | Probability (LR stat) | < 0.0001 |

\*Significante a 10% \*\*Significante a 5% \*\*\*Significante a 1%

As variáveis explicativas A1 a A3 não se mostraram significativas no modelo, indicando que essas características não influenciam na utilização de dívida pública. Destaca-se o resultado do indicador Ativo Imobilizado sobre Ativo Total (Variável A2); uma vez que algumas pesquisas empíricas apontam que as empresas com elevada relação tendem a utilizar mais dívida privada.

Esse resultado indica que essa variável não influencia na composição da dívida como um todo, mas apenas na utilização da dívida privada. Essa premissa está em linha com as considerações feitas em relação à configuração do sistema financeiro, dado que a dívida privada apresenta condições diferenciadas para aquisição de ativos imobilizados. O fato de investimento em ativos imobilizados (D3) também não ser significativo, confirma o resultado obtido pela razão de Ativo Imobilizado sobre Ativo Total (A2)

Em relação às variáveis setoriais, destacam-se os seguintes resultados:

- Os setores regulados (S2 a S5) utilizados no modelo se mostraram significativos a 1% e com coeficientes positivos, indicando que as empresas atuantes nesses setores têm mais chance de utilizar dívida pública;
- O setor de Empresas de Administração e Participações (S1) também se mostrou significativo. O fato desse setor ter como principal atividade a aquisição e investimento em participações acionárias pode indicar que a destinação também pode influenciar na utilização de dívida pública;

As variáveis representativas das destinações não mostraram ser significantes ao nível de 5%; entretanto, o considera-se que o resultado obtido diretamente para o setor de Empresas de Administração e Participações pode indicar que a atividade ou a utilização dos recursos podem influenciar na decisão de endividamento. De modo que, as empresas com reputação suficiente para acessar a dívida pública, ou seja, com influência limitada do risco moral, podem estar utilizando a dívida pública como forma de evitar o monitoramento bancário.

## 5. CONCLUSÕES

Este trabalho complementa os trabalhos já realizados, agregando elementos importantes do ponto de vista dos credores na investigação da estratégia de formação e composição do endividamento das empresas brasileiras. Além da influência de alguns fatores financeiros relacionados às empresas, os resultados indicam que as dívidas corporativas também são afetadas pelo setor de atuação da empresa e a destinação dos recursos captados.

Os principais resultados obtidos estão em linha com a teoria de agência, indicando que as empresas atuantes em setores regulamentados têm mais chance de utilizar dívida pública, como forma de limitação de atuação dos gestores e transparência de decisões. Além disso, as empresas também utilizam a dívida pública com o intuito de evitar problemas de liquidez e custos de monitoramento da dívida privada.

Como extensão dessa pesquisa, sugere-se a investigação da relação de causalidade entre ativo imobilizado e dívida privada, isolando, se possível, o efeito de operações de BNDES, de forma a ampliar o conhecimento do impacto da estrutura do sistema financeiro na formação de ativos imobilizados e da composição do endividamento das empresas. Outro ponto de investigação futura é a replicação dos modelos apresentados pela literatura separando as debêntures de emissão privada das debêntures de emissão pública.

## 6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

Bolton, P. & Freixas, X. Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information. *Journal of Political Economy*, n.108, p. 324-351, 2000.

Carvalho, A. G. The Effect of Institutions on the External Financing of Brazilian Firms. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 7, n. 1, p. 1 – 27, 2009.

Diamond, D. W. Monitoring and reputation: The choice between bank loan and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, v. 99, p.1367 – 1400, 1991.

Diamond, D. W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 709 – 737, August, 1991.

Fama, E. What's different about Banks? *Journal of Monetary Economics*, v. 15, p. 29 - 37, Jan., 1985.

Figueiredo, G. Determinantes da Composição do Endividamento de Longo Prazo das Empresas Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: Uma Abordagem Empírica. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 129 f., 2007.

Grossman, S. J.; Hart, O. Corporate financial Structure and Managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, 1982.

Harris, M.; Raviv, A. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, v. 66, n.1, p. 297 – 355, 1991.

Jensen, M. C.; Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p. 305-360, 1976.

Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323 – 329, 1986.

Johnson, S. A. An empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 32, n. 1, p. 47 – 69, 1997.

Johnson, S. A. The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure. *The Journal of the Financial Management Association*, v. 26, n. 4, p. 47 – 56, 1997.

Krishnaswami, S.; Spindt, P. A.; Subramanian, V. Information asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt. *Journal of Financial Economics*. V. 51, p. 407 – 444, 1999.

Lucinda, C. R.; Saito, R. A Composição do Endividamento das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Um Estudo Empírico. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 2, p. 173 – 193, 2005.

Perobelli, F. F. C.; Famá, R. Determinantes da Estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, v. 37, n. 3, p. 33 – 46, 2002.

Rajan, R. G. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance*, v. 47, p 1367 – 1400, 1992.

Rauh, J. D.; Sufi, A. Debt Structure e Capital Structure. *NBER Working Paper Series – Working paper 14488*, 2008.

Smith, C. Investment banking and the capital acquisition process. *Journal of Financial Economics*, v. 15, p. 3 – 29, 1986.

Wooldridge, J. M. *Introductory Econometric – A Modern Approach*. IE-Thomson 2003 2<sup>a</sup> edição, 2003.

Yosha, O. Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source. *Journal of Finance Intermediation*, v. 4 , p. 3 – 20, 1995.

Sites:

Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA)

Site da Instituição: [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br) / [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES)

Site da Instituição: [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Site da Instituição: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

## 7. ANEXOS

### ANEXO I

#### Empresas utilizadas na Amostra

|                          |                          |                          |                         |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 521 Participacoes S/A    | Bombril S/A              | Matogrossenses S/A       | Petroleo Ipiranga       |
| Abyara Planejamento      | Bompreco Bahia S.A.      | Ceramica Chiarelli S/A   | Cia. de Fiacao e        |
| Imobiliario S/A          | Botucatu Textil S/A      | Cesp - Companhia         | Tecidos Cedro           |
| Acos Villares S/A        | BR Malls Participacoes   | Energetica de Sao        | Cachoeira               |
| Açucar Guarani S/A       | S/A                      | Paulo                    | Cia. de Saneamento de   |
| AES Elpa S/A             | BR Properties S/A        | Cia Bandeirantes Arms    | Minas Gerais            |
| AES Sul Distrib.         | Bradespar S/A            | Gerais                   | Cia. de Saneamento do   |
| Gaucha de Energia S/A    | Brasil Brokers           | Cia Cacique Cafe         | Parana - Sanepar        |
| AES Tiete S/A            | Participações S/A        | Soluvel                  | Cia. Distrib. de Gas do |
| Agra Empreendimentos     | Brasil Ferrovias S/A     | Cia Catarinense de       | Rio de Janeiro          |
| Imobiliarios S/A         | Brasil Telecom           | Aguas e Saneamento -     | Cia. Forca e Luz        |
| Alfa Holdings S/A        | Participacoes S/A        | Casan                    | Cataguazes-Leopoldina   |
| All - America Latina     | Brasil Telecom S/A       | Cia Cimento Portland     | Cia. Iguacu de Cafe     |
| Logistica S/A            | Brasilagro Cia Bras      | Itau                     | Soluvel                 |
| Amazonia Celular S.A.    | Propriedades Agricol     | Cia de Participações     | Cia. Paranaense de      |
| American Banknote        | Braskem S/A              | Aliança da Bahia         | Energia - Copel         |
| S/A                      | Brazilian Finance &      | Cia Docas de Imbituba    | Cimob Participacoes     |
| Americel S/A             | Real Estate S/A          | Cia Eletricidade da      | S/A                     |
| Amil Participações S/A   | BRF - Brasil Foods S/A   | Bahia                    | Circulo S/A             |
| Ampla Energia e          | Brookfield               | Cia Energ Minas Gerais   | Clarion S/A             |
| Servicos S/A             | Incorporações S/A        | - Cemig                  | Agroindustrial          |
| Ampla Investimentos e    | Brookfield São Paulo     | Cia Energetica do Rio    | Cobrasma S/A            |
| Servicos S/A             | Empreendimentos          | Grande do Norte          | Companhia Brasileira    |
| Andrade Gutierrez        | Imobiliarios S/A         | Cia Energia de Brasilia  | de Cartuchos - CBC      |
| Concessoes S/A           | Buettner S/A - Industria | Cia Energia de           | Companhia Brasileira    |
| Ananguera                | e Comercio               | Pernambuco               | de Distribuicao         |
| Educacional              | Bunge Brasil S/A         | Cia Est de Dist de       | Companhia de Bebidas    |
| Participacoes S/A        | Caemi Mineracao e        | Energia Eletr Ceee-D     | Das Americas-Ambev      |
| Aracruz Celulose S/A     | Metalurgia S.A.          | Cia Est Geracao e Trans  | Companhia de            |
| Arcelor Brasil S.A.      | Cafe Soluvel Brasilia    | de En El Ceee-Gt         | Concessoes              |
| Arcelormittal Inox       | S/A                      | Cia Ferro Ligas Bahia    | Rodoviaras              |
| Brasil S/A               | Camargo Correa           | Ferbasa                  | Companhia de Gas de     |
| Arthur Lange S/A Ind e   | Desenv. Imobiliario      | Cia Hering               | Sao Paulo - Comgas      |
| Com                      | S/A                      | Cia Indl Schlosser S/A   | Companhia Energetica    |
| Azevedo & Travassos      | Cambuci S/A              | Cia Leco de Prods        | do Ceara - Coelce       |
| S/A                      | Caraiba Metais S/A       | Alimenticios             | Companhia Energetica    |
| B2W Cia Global           | Celg Distribuicao S/A -  | Cia Paulista Forca Luz - | do Maranhao - Cemar     |
| B2W Companhia            | Celg D                   | CPFL                     | Companhia Fluminense    |
| Global do Varejo         | Celular Crt              | Cia Saneamento Basico    | de Refrigerantes        |
| Bahema S.A.              | Participacoes S.A.       | Estado Sao Paulo         | Companhia Habitasul     |
| Bahia Sul Celulose S/A   | Celulose Irani S/A       | Cia Sid Tubarao          | de Participacoes        |
| Bandeirante Energia      | Centrais Eletricas       | Cia Siderurgica Paulista | Companhia Industrial    |
| S.A.                     | Brasileiras S/A          | - Cosipa                 | Cataguases              |
| Bardella S/A Inds        | Centrais Eletricas de    | Cia Tecidos Norte de     | Companhia               |
| Mecanicas                | Santa Catarina S/A       | Minas - Coteminas        | Melhoramentos de São    |
| Battistella Adm e Partic | Centrais Eletricas do    | Cia Textil Ferreira      | Paulo                   |
| S/A – Apaba              | Para S/A - Celpa         | Guimaraes                | Companhia Piratininga   |
| Biommm S/A               | Centrais Eletricas       | Cia. Brasileira de       | de Forca e Luz          |

|   |   |  |   |
|---|---|--|---|
| Companhia Providencia Ind e Comercio      | Company S/A                                       | S/A                                      | Karsten S.A.                              |
| Companhia Siderurgica Nacional            | Duke Energy Int, Geracao Paranapanema S/A         | Fiacao e Tecelagem Sao Jose S/A          | Kepler Weber S/A                          |
| Companhia Tecidos Santanense              | Duratex S/A                                       | Fibam Cia Industrial                     | Klabin S/A                                |
| Confab Industrial S/A                     | Ecisa Engenharia Com e Ind S/A                    | Forjas Taurus S/A                        | Klabin Segall S/A                         |
| Conservas Oderich S/A                     | Edp - Energias do Brasil S/A                      | Fras-Le S/A                              | Kroton Educacional S/A                    |
| Consortio Alfa de Administracao S/A       | Electro Aco Altona S/A                            | Gafisa S/A                               | Kuala S.A.                                |
| Const Adolpho                             | Elekeiroz S/A                                     | Gazola S/A Industria Metalurgica         | La Fonte Telecom S/A                      |
| Lindenberg S/A                            | Elektro Eletricidade e Servicos S/A               | General Shopping Brasil S/A              | Lark S/A Maq e Equipamentos               |
| Const Lix da Cunha S/A                    | Eletrobrás Participações S/A - Eletropar          | Gerdau S/A                               | LF Tel S/A                                |
| Construtora Beter S/A                     | Eletropaulo                                       | Globex Utilidades S/A                    | Light S/A                                 |
| Construtora Sultepa S/A                   | Metropolitana                                     | Goiás Participações S/A                  | Livraria do Globo S/A                     |
| Construtora Tenda S/A                     | Eletricidade de Sao Paulo S/A                     | Gol Linhas Aereas                        | Llx Logistica S/A                         |
| Contax Participacoes S/A.                 | Eleva Alimentos S/A                               | Inteligentes S/A                         | Localiza Rent A Car S/A                   |
| Copesul - Companhia Petroquimica do Sul   | Eluma S/A Industria e Comercio                    | GPC Participacoes S/A                    | Log-In Logistica Intermodal S/A           |
| Correa Ribeiro S/A Com Ind                | Emae-Empresa Metropolitana de Aguas e Energia S/A | Granoleo Sa Ci                           | Lojas Americanas S/A                      |
| CPFL Energia S/A                          | Embraer - Emp Brasileira Aeronautica S/A          | Sementess Oleags Deriv                   | Lojas Hering S/A                          |
| CPFL Geracao de Energia S/A               | Embratel Participacoes S/A                        | Grazziotin S/A                           | Lojas Renner S/A                          |
| Cr2 Empreendimentos Imobiliarios S/A      | Emp Bras Compres Sa - Embraco                     | Grendene S/A                             | Lps Brasil - Consultoria de Imoveis S/A   |
| Cremer S/A                                | Empresa Energetica de M.S. S.A.                   | Grucai Participacoes S/A                 | Lupatech S/A                              |
| Csu Cardsystem S/A                        | Energisa S/A                                      | Guararapes Confeccoes S/A                | M Dias Branco S/A Ind e Com de Alimentos  |
| Cteep-Cia Transm Energia Eletr. Paulista  | Equatorial Energia S/A                            | GVT (Holding) S/A                        | M&G Poliester S/A                         |
| Cyrela Brazil Realty S/A Emprs e Parts    | Espirito Santo Centrais Eletricas S.A.            | Haga S/A Industria e Comercio            | Magnesita Refratarios S/A                 |
| Cyrela Commercial Properties S/A Emp Part | Estacio Participacoes S/A                         | Helbor                                   | Magnesita S.A.                            |
| Dana-Albarus S.A. Industria e Comercio    | Eternit S. A.                                     | Empreendimentos S/A                      | Mahle Metal Leve S/A                      |
| Datasul S.A.                              | Eucatex S/A Ind e Comercio                        | Hercules S/A - Fabrica de Talheres       | Manasa Madeireira Nacional Sa             |
| DHB Ind e Comercio S/A                    | Even Construtora e Incorporadora S/A              | Ideiasnet S/A                            | Mangels Industrial S/A                    |
| Diagnosticos da America S/A               | Excelsior Alimentos S/A                           | Iguatemi Empresa de Shopping Centers S/A | Marambaia Energia Renovavel S/A           |
| Dimed S/A - Distribuidora de Medicamentos | Ez Tec Empreend. e Participacoes S/A              | Inds Arteb S/A                           | Marcopolo S/A                             |
| Distrib Produtos                          | Fab Tecidos Carlos Renaux S/A                     | Inds J. B. Duarte S/A                    | Marfrig Frigorificos e Com. Alimentos S/A |
| Petroleo Ipiranga S/A                     | Ferrovia Centro-Atlantica S/A                     | Industrias Micheletto S/A                | Marisa S/A                                |
| Dixie Toga S/A                            | Fertibras S.A.                                    | Industrias Romi S/A                      | Marisol S/A                               |
| Docas Investimentos S/A                   | Fertilizantes Fosfatados S/A - Fosfertil          | Inepar Energia S/A                       | Mcom Wireless Sa                          |
| Döhler S/A                                | Fertilizantes Heringer                            | Inpar S/A                                | Medial Saude S/A                          |
| Douat Cia Textil                          |   | Invest Tur Brasil                        | Melpaper S/A                              |
| Drogasil S/A                              |   | Desenv Imob Tur S/A                      | Mendes Jr Engenharia S/A                  |
| Dtcom - Direct To                         |   | Iochpe-Maxion S/A                        | Metal frio Solutions S/A                  |
|   |   | Itausa - Investimentos                   | Metalgrafica Iguacu S/A                   |
|   |   | Itau S/A                                 | Metalurgica Duque S/A                     |
|   |   | Iven Sa                                  | Metalurgica Gerdau S/A                    |
|   |   | JBS S/A                                  | Metalurgica Riosulense S/A                |
|   |   | Jereissati Participações S/A             | Metisa Metalurgica                        |
|   |   | JHSF Participacoes S/A                   | Timboense S/A                             |
|   |   | Joao Fortes Engenharia S/A               | Metodo Engenharia S/A                     |
|   |   | Josapar- Joaquim                         |   |
|   |   | Oliveira S/A Particip                    |   |

|  |  |  |  |
|--|--|--|--|
| Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S/A | S/A  | Schulz S/A                               | Tim Sul S.A.   |
| Minasmaquinas S/A                            | Pronor Petroquimica S/A                      | Seara Alimentos S/A                      | Tivit Terceirizacao de Processos Servicos e Tecnologia S/A |
| Minerva S/A                                  | Quattor Petroquimica S/A                     | Seb - Sistema Educacional Brasileiro S/A | Tpi - Triunfo Participacoes e Investimentos S/A            |
| Minupar Participacoes S/A                    | Rail Sul S.A.                                | Sergen Servicos Gerais de Engenharia S/A | Tractebel Energia S/A                                      |
| MMX Mineracao e Metalicos S/A                | Randon S/A                                   | Shoptime S/A.                            | Trevisa Investimentos S/A                                  |
| Monteiro Aranha S/A                          | Implementos e Participacoes                  | Siderurgica J L Aliperti S/A             | Trisul S/A   |
| MPX Energia S/A                              | Rasip Agro Pastoril S/A                      | SLC Agricola S/A                         | Trorion S/A  |
| MRV Engenharia e Participacoes S/A           | Recrusul S/A                                 | Springs Global Participacoes S/A         | Tupy S/A   |
| Multiplan Empreendimentos                    | Rede Energia S/A                             | Suzano Holding S/A                       | Ultrapar Participacoes S/A                                 |
| Imobiliarios S/A                             | Refinaria de Petroleo de Mangueiros S/A      | Suzano Papel e Celulose S/A              | Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S/A                   |
| Mundial S/A - Produtos de Consumo            | Refinaria Pet Ipiranga Sa                    | Tam S/A                                  | Universo Online S/A  |
| Nadir Figueiredo Ind. e Com. S/A             | Renar Macas S/A                              | Tco Celular Participacoes S/A            | Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S/A                    |
| Natura Cosmeticos S/A                        | Restoque Comercio e Confeccoes de Roupas S/A | Tecblu - Tecelagem Blumenau S/A          | Vale S/A   |
| Neoenergia S/A                               | Rexan Beverage Can South America S/A         | Tecnisa S/A                              | Varig Partic. em Servicos Complementares S/A               |
| Net Servicos de Comunicacao S/A              | Rge Rio Grande Energia Sa                    | Tecnosolo Engenharia S/A                 | Varig Participacoes em Transp.Aereos S/A                   |
| Nordon Inds                                  | Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S/A       | Tegma Gestao Logistica S/A               | VBC Energia S/A  |
| Metalurgicas S/A                             | Ripasa Sa Celulose e Papel                   | Teka Tecelagem Kuehnrich S/A             | Viação Aerea São Paulo S/A - Vasp                          |
| Nutriplant Industria e Comercio S/A          | Rodobens Negocios Imobiliarios S/A           | Tekno S/A Industria e Comercio           | Vicunha Textil S/A   |
| Obrascon Huarte Lain Brasil S/A              | Rossi Residencial S/A S.P.e.L.               | Tele Leste Celular Participacoes S.A.    | Vivax S/A  |
| Panatlantica S/A                             | Empreendimentos e Particip. S.A.             | Tele Nordeste Celular Participacoes S/A  | Vivo Participacoes S/A                                     |
| Paranapanema S/A                             | Sa Fabrica Prods Alimcs Vigor                | Tele Norte Celular Participacoes S/A     | Votorantim Celulose e Papel S/A                            |
| Parmalat Brasil Sa                           | Sa Ind e Comercio                            | Tele Norte Leste Participações S/A       | Vulcabras S/A  |
| PDG Realty S/A                               | Chapeco                                      | Tele Sudeste Celular Participacoes S.A.  | Weg S/A  |
| Empreend. e Participacoes                    | Sadia S.A                                    | Telecomunicacoes de Sao Paulo S/A-Telesp | Wembley S/A  |
| Petrobras Quimica S.A.- Petroquisa           | Sam Industrias S/A                           | Telefenica Data Brasil Holding S/A       | Wetzel S/A   |
| Petroflex Industria e Comercio S.A.          | Sansuy S/A Industria de Plasticos.           | Telemar Norte Leste S/A                  | Wiest S/A  |
| Petroleo Brasileiro S/A                      | Santista Textil S.A.                         | Telemig Celular Participacoes S/A        | Wlm Industria e Comercio S/A                               |
| Petropar S/A                                 | Santos Brasil Participações S/A              | Telet S.A.                               | Yara Brasil  |
| Petroquimica Uniao S.A.                      | Santos-Brasil S/A                            | Tempo Participacoes S/A                  | Fertilizantes S/A  |
| Pettenati S/A Ind Textil                     | Sao Carlos Empreendimentos e Part. S/A       | Terna Participacoes S/A                  |  |
| Plascar Participacoes Industriais S/A        | Sao Martinho S/A                             | Textil Renauxview S/A                    |  |
| Polialden Petroquimica Sa                    | Sao Paulo Alpargatas S/A                     | Tim Nordeste Telecomunicacoes S.A.       |  |
| Polipropileno Sa                             | Sao Paulo Turismo S/A                        | Tim Participacoes S/A                    |  |
| Politeno Ind e Comercio Sa                   | Saraiva S/A Livreiros Editores               |  |  |
| Portobello S/A                               | Savirg S/A Viação Aérea Riograndense         |  |  |
| Pro Metalurgia S/A                           |  |  |  |
| Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos     |  |  |  |

## ANEXO II

## Volume Total de Debêntures emitidas por empresas de Arrendamento Mercantil (2000 a 2008)

|              | (A) Volume de Debêntures Emitidas (R\$ milhões) | (B) Emissões de Leasing ou Inst. Financeiras (R\$ milhões) | B / A ( % ) |
|--------------|---|--|-------------|
| <b>2000</b>  | 5.701   | 480  | 8,42%       |
| <b>2001</b>  | 15.162  | 1.545  | 10,19%      |
| <b>2002</b>  | 13.391  | 5.350  | 39,95%      |
| <b>2003</b>  | 5.283   | 164  | 3,10%       |
| <b>2004</b>  | 9.614   | 4.000  | 41,61%      |
| <b>2005</b>  | 41.538  | 35.675   | 85,89%      |
| <b>2006</b>  | 69.463  | 41.450   | 59,67%      |
| <b>2007</b>  | 46.535  | 42.280   | 90,86%      |
| <b>2008</b>  | 37.458  | 22.900   | 61,14%      |
| <b>Total</b> | 244.145   | 153.844  | 63,01%      |

Fonte: Andima



# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)