



Anita Castello Branco Camargo

Bônus Corporativos: Um estudo sobre as variáveis que afetam o *rating* de uma emissão

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Marcelo Cabús Klotzle

Rio de Janeiro
Agosto de 2009



Anita Castello Branco Camargo

Bônus Corporativos: Um estudo sobre as variáveis que afetam o *rating* de uma emissão

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Marcelo Cabús Klotzle

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof^a. Katia Rocha

IPEA

Prof. Nizar Messari

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2009

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

Anita Castello Branco Camargo

Graduada em Engenharia de Produção na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro em 2004, ingressando no Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-Rio em 2005.

Ficha Catalográfica

Camargo, Anita Castello Branco

Bônus corporativos : um estudo sobre as variáveis que afetam o rating de uma emissão / Anita Castello Branco Camargo ; orientador: Marcelo Cabús Klotzle. – 2009.

59 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Títulos de dívida. 3. Rating. 4. Agências de rating. 5. Probit ordenado. 6. método MQO. I. Klotzle, Marcelo Cabús. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para meus amados pais e irmã, Claudia, Guilherme e Paula, por toda a confiança que sempre depositaram em mim.

Agradecimentos

À Deus, por esta vida repleta de felicidades.

Aos meus amados pais, Claudia e Guilherme, por toda a minha formação intelectual e moral.

À minha irmã Paula, verdadeira alma gêmea, por todo o apoio, carinho e votos de confiança que sempre me deu nos momentos mais difíceis.

Ao meu orientador, Marcelo Cabús Klotzle, pelo estímulo e parceria para a elaboração deste trabalho.

Aos professores Katia Rocha e Leonardo Lima por terem participado desta Comissão Examinadora.

Ao CNPq, a CAPES e a PUC-Rio pelos auxílios concedidos.

A todos os professores, em especial Jorge Ferreira, e a todos os funcionários do IAG, em especial Teresa Campos, pelos ensinamentos e ajuda prestada ao longo destes anos.

À minha chefe, Marcia Andrade, pela compreensão e incentivo nos momentos difíceis, sem os quais não teria sido possível concluir este trabalho.

À grande amiga Graziela Fortunato, pelo carinho e toda a dedicação oferecida durante a realização desta pesquisa.

Aos amigos de turma conquistados ao longo destes anos, em especial Marina Schuabb, Mario Simões e André Falcão.

A todos que me ajudaram de alguma forma e que porventura não tenham sido citados aqui, recebam os meus mais sinceros agradecimentos.

Resumo

Camargo, Anita Castello Branco; Klotzle, Marcelo Cabús; **Bônus Corporativos: Um estudo sobre as variáveis que afetam o *rating* de uma emissão.** Rio de Janeiro, 2009. 59p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O mercado de capitais das grandes economias mundiais já incorporou o conceito de *rating*, ou seja, a classificação de risco de crédito, utilizada amplamente nos Estados Unidos há muitos anos. A existência de agências de *rating* capazes de fornecer classificações de risco de crédito totalmente independentes é uma condição imprescindível para o desenvolvimento de qualquer mercado de dívida. Este estudo tem como objetivo avaliar se as variáveis definidas no contrato de um bônus corporativo afetam o *rating* determinado por estas instituições para determinada emissão. Foram analisadas as variáveis cupom, preço de emissão, volume de emissão, maturidade e a presença de garantia. Além disso, analisou-se também a influência do risco país representado pelo EMBI +. Quanto ao método de análise, optou-se por comparar o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com o *probit* ordenado. Os resultados mostram que não houve diferença de desempenho entre os dois modelos. E quanto às variáveis analisadas, apenas o cupom demonstrou exercer influência sobre o *rating* da emissão.

Palavras-chave

Títulos de dívida; *rating*; agências de *rating*; *probit* ordenado; método MQO.

Abstract

Camargo, Anita Castello Branco; Klotzle, Marcelo Cabús (Advisor). **Corporate Bonds: A study about the variables that affect the bond rating.** Rio de Janeiro, 2009. 59p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The financial markets in the largest economies of the world often utilize rating agencies as a tool for credit risk classification, following the concept introduced in the USA a long time ago. The existence of independent institutions capable of classifying credit risk is a vital condition for the development of debt market. This study aims at analysing whether the variables defined in the indenture of the bond issue affect the rating assigned by rating agencies. The following variables were investigated: coupon, price, issued amount, maturity and the existence of collateral. Furthermore, it was analysed if the country risk, represented by the EMBI+ index, also affected the bond rating. Regarding the methodology, the ordinary least square (OLS) and ordered probit were chosen as the method of analysis. A comparative study was performed and the results indicated no major differences between both models. Concerning the variables analysed, only the coupon has shown some influence on the bond rating.

Keywords

Títulos; rating; rating agencies; ordered probit; OLS method.

Sumário

1. Introdução	10
2. Referencial Teórico	14
2.1. A Indústria do <i>Rating</i>	14
2.2. Revisão da Literatura	18
2.3. Hipóteses	28
3. Metodologia	30
3.1. Tipo de Pesquisa	30
3.2. Seleção da Amostra e Coleta dos Dados	31
3.3. Modelagem do Estudo	32
3.3.1. O Modelo de Regressão Múltipla	33
3.3.2. O Modelo Probit Ordenado	36
3.4. Descrição das Variáveis	39
4. Análise dos Resultados	42
4.1. Análise pela Regressão Múltipla	42
4.2. Análise pelo Probit Ordenado	46
5. Conclusão	48
6. Referência Bibliográfica	51
7. Apêndices	56

Lista de tabelas

Tabela 1 – Escalas de <i>Rating</i>	17
Tabela 2 – Principais Trabalhos sobre Determinantes de <i>Rating</i> de Emissão	27
Tabela 3 – Conversão Numérica dos Ratings	40
Tabela 4 – Variáveis Independentes	41
Tabela 5 – Matriz de Correlação	42
Tabela 6 – Estatísticas Descritivas da Amostra	43
Tabela 7 – Regressão Múltipla (MQO)	45
Tabela 8 – Probit Ordenado	47