

5 Conclusão

Este trabalho analisou os fatores que parecem influenciar o *rating* de uma emissão primária de um bônus corporativo. O *rating* foi obtido a partir da base de dados *CapitalIQ* da Standard & Poor's. Após o levantamento das variáveis explanatórias por meio de pesquisa bibliográfica, foram escolhidas cinco variáveis definidas pelo contrato da emissão e uma variável macroeconômica. As variáveis analisadas foram o cupom, o preço e o volume de emissão, a maturidade do título, a presença de garantia e o risco-país representado pelo EMBI+. Estes dados também foram coletados da mesma base de dados utilizada para a coleta dos *ratings*.

Foram analisadas as emissões primárias de empresas que emitiram bônus corporativos entre os anos de 2001 e 2008. Após a exclusão de empresas do Chile, pelo fato de este país não fazer parte do índice EMBI+, as empresas que permaneceram na amostra são dos seguintes países: Brasil, Argentina, Colômbia, México, Panamá e Venezuela.

No que se refere à metodologia, foram utilizados dois métodos estatísticos para a análise: uma regressão múltipla (MQO) com dados de corte transversal e um modelo *probit* ordenado.

Após a coleta dos dados, a matriz de correlação foi analisada para verificar a possível presença de multicolinearidade entre as variáveis. Em seguida, realizou-se uma análise através das estatísticas descritivas da amostra para verificar as premissas de normalidade e homocedasticidade dos resíduos da regressão.

É importante ressaltar que a análise de regressão pelo método MQO assume que os *ratings* representam intervalos iguais numa escala de risco do título. Contudo, pode ser pouco provável que o processo de *rating* dos bônus resulte em intervalos iguais para cada grupo de *rating* (KAPLAN e URWITZ, 1979). Ainda assim diversos autores utilizaram este método em suas análises.

Corroborando o resultado encontrado por Kaplan e Urwitz (1979), não foi possível constatar diferença entre o desempenho dos dois modelos. No entanto, verificou-se a coerência entre os dois modelos já que todas as variáveis que se mostraram significantes em um modelo também se mostraram no outro.

Em ambos, as variáveis preço e volume de emissão não se mostraram significantes. Sendo assim, não se pode inferir nenhuma relação entre elas e o *rating*. Estes resultados estão de acordo com o encontrado por Calbo *et al.* (2008). O risco-país, medido pelo EMBI+, também não demonstrou nenhuma relação com o *rating*.

Apesar da significância encontrada para a maturidade, esta variável demonstrou uma relação negativa com o *rating* contrariando a hipótese inicial de que títulos de menor prazo até o vencimento deveriam receber *ratings* melhores.

O resultado surpreendente encontrado para a garantia, onde títulos sem garantia tendem a receber melhores *ratings*, poderia ser explicado pela possível existência de um conflito de interesses entre as agências e os emissores.

Contudo, o coeficiente negativo e significativo do cupom demonstrou que quando o cupom aumenta, piora a classificação do risco de crédito. Este resultado está de acordo com a hipótese levantada, pois o *spread* é maior para emissores com classificações piores.

Como sugestão para pesquisas futuras, seria interessante estudar o impacto causado no *rating* pela adição de variáveis financeiras ao modelo aqui proposto. Como exemplos para estas variáveis destacam-se o índice de cobertura de juros, o nível de endividamento e o tamanho da empresa medido pelo total de ativos. A influência pura destas variáveis sobre o *rating* já foi bastante estudada pela literatura. Contudo, durante o tempo em que esta pesquisa foi realizada, não foram encontrados estudos que fizessem uma comparação sobre o desempenho do modelo quando as variáveis financeiras são incluídas como variáveis de controle.

Outra importante sugestão seria utilizar uma amostra maior de forma que fosse possível separar uma parte para usar como amostra de controle para o modelo. Ainda como sugestão de inclusão de variáveis, seria interessante verificar a influência do *rating* corporativo no *rating* da dívida. E por fim, uma variável de volatilidade, como por exemplo o índice VIX¹, poderia ser utilizada como uma *proxy* da liquidez internacional.

Em virtude da crescente importância do mercado de títulos corporativos, serão bem-vindos avanços neste tema, já que o campo de pesquisa é bastante amplo e ainda há muito a ser estudado nesta área.

¹ O índice VIX® – CBOE Volatility Index® é o índice de volatilidade da CBOE - Chicago Board Options Exchange. Para maiores informações ver www.cboe.com/micro/vix/introduction.aspx.