



Jefferson Gomes de Brito

**O Efeito de Emissões Soberanas sobre a
Liquidez dos Títulos Corporativos Brasileiros
Emitidos no Mercado Internacional**

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. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro
Abril de 2015



Jefferson Gomes de Brito

**O Efeito de Emissões Soberanas sobre a
Liquidez dos Títulos Corporativos Brasileiros
Emitidos no Mercado Internacional**

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. André Luiz Carvalho da Silva

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Gustavo Silva Araujo

Banco Central do Brasil

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 07 de abril de 2015

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

Jefferson Gomes de Brito

Graduado em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio em 2011. Participou do Programa de Educação Tutorial – PET, do Programa de Iniciação Científica – PIBIC e foi monitor das disciplinas de Contabilidade Social, Econometria e Técnicas de Pesquisa em Economia.

Ficha Catalográfica

Brito, Jefferson Gomes de

O efeito de emissões soberanas sobre a liquidez dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional / Jefferson Gomes de Brito ; orientador: André Luiz Carvalho da Silva. – 2015.

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

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2015.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Renda fixa. 3. Dívida externa. 4. Títulos soberanos e corporativos. 5. Prêmio de liquidez. I. Silva, André Luiz Carvalho da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

À minha mãe, por tudo...

Agradecimentos

Ao meu orientador, professor André Luiz Carvalhal da Silva, pelas importantes sugestões e contribuições para a finalização deste trabalho.

A João Fábio Ferreira, pela enorme ajuda com dicas sobre o terminal Bloomberg e por suas palavras de motivação.

A Nicolas Chang, pela amizade e pelo incentivo em cursar o Mestrado Acadêmico em Administração de Empresas com foco em Finanças pelo IAG.

A Fernando Teixeira, pela amizade ao longo do mestrado.

A todos os professores do Departamento de Administração e Economia da PUC-Rio que contribuíram para a minha formação acadêmica.

A minha família, por tudo o que fizeram por mim até hoje. Em especial a minha mãe, que sempre estará comigo.

A Maira Segura, por ser minha maior incentivadora, pelo companheirismo de todas as horas e, principalmente, por me aturar.

Por fim, a todos os meus amigos, mesmo que não citados nominalmente.

Resumo

Brito, Jefferson Gomes de; Silva, André Luiz Carvalhal da. **O Efeito de Emissões Soberanas sobre a Liquidez dos Títulos Corporativos Brasileiros Emitidos no Mercado Internacional**. Rio de Janeiro, 2015. 78p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Muitos pesquisadores acreditam haver relação entre os mercados de dívida externa soberana e corporativa. Esta idéia é corroborada pela observação em países desenvolvidos, cujos mercados de títulos privados são frequentemente acompanhados de ativa negociação e emissão de títulos do governo. A literatura acadêmica sobre o tema sugere que títulos soberanos possuem um papel de referência para a determinação do valor dos ativos corporativos. Em um contexto de mercado favorável para o Brasil, caracterizado pela obtenção do grau de investimento e captações externas frequentes, com custos cada vez mais baixos, analisamos o impacto que uma emissão soberana exerce sobre a liquidez de títulos de empresas brasileiras emitidos no exterior. A principal hipótese é que lançamentos soberanos contribuem para o aumento da liquidez ao reduzir o risco de seleção adversa associado à assimetria de informações. Constatamos que as emissões do governo diminuem o *yield spread* e *bid-ask spread* dos títulos corporativos de forma significativa. Esse resultado indica que títulos soberanos atuam como *benchmarks* e contribuem para o estabelecimento e crescimento do mercado de dívida externa corporativa.

Palavras-chave

Renda fixa; dívida externa; títulos soberanos e corporativos; prêmio de liquidez.

Abstract

Brito, Jefferson Gomes de; Silva, André Luiz Carvalhal da (Advisor). **The Sovereign Issuance's Impact on the Liquidity of Brazilian Corporate Bonds Issued in the International Market.** Rio de Janeiro, 2015. 78p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Many researchers believe there is a relationship between sovereign and corporate foreign debt markets. This idea is supported by the observation in developed countries, whose corporate bond markets are often accompanied by active trading and issuance of government bonds. The academic literature on the subject suggests that sovereign bonds have a reference role in the valuation of corporate assets. In a context of favorable market for Brazil, characterized by the investment grade status and regular external funding with lower costs, we analyze the impact a sovereign issue has on the liquidity of securities issued by Brazilian companies in the international market. The main hypothesis is that sovereign issuances contribute to increased liquidity as reduce the risk of adverse selection associated with asymmetric information. We note that government issues lowers the yield spread and bid-ask spread of foreign corporate bonds significantly. This result indicates that sovereign bonds act as benchmarks and contribute to the establishment and growth of the foreign corporate debt market.

Keywords

Fixed income; foreign debt; sovereign and corporate bonds; liquidity premium.

Sumário

1.	Introdução	11
2.	Revisão da Literatura	14
2.1.	Modelos de Negociação de Ativos	14
2.1.1.	Negociação de Ativos Compostos	15
2.2.	Títulos Soberanos como Padrão de Referência (<i>benchmark</i>)	16
2.2.1.	Títulos <i>Benchmark</i> e Mercado Completo	17
2.2.2.	Títulos <i>Benchmark</i> e <i>Price Discovery</i>	18
2.2.3.	Títulos <i>Benchmark</i> e Liquidez de Mercado	20
2.3.	Medidas de Liquidez	21
2.4.	Contextualização Brasileira	23
3.	Dados e Metodologia	25
3.1.	Descrição da Amostra	25
3.2.	Metodologia	31
3.2.1.	Primeiro Estágio: Regressões Estruturais	31
3.2.2.	Segundo Estágio: Estudo de Eventos	35
4.	Resultados	37
4.1.	Resultados das Regressões Estruturais	37
4.2.	Resultados do Estudo de Eventos	38
5.	Teste de Robustez	45
5.1.	Descrição do Portfólio Restrito	45
5.2.	Resultados das Regressões Estruturais para o Portfólio Restrito	47
5.3.	Resultados do Estudo de Eventos para o Portfólio Restrito	48
6.	Conclusão	53
7.	Referências Bibliográficas	55
	Apêndices	58

Lista de tabelas

Tabela 3.1.1 – Emissões corporativas brasileiras por setor econômico	28
Tabela 3.2.1 – Análise de Componentes Principais	32
Tabela 4.1.1 – Determinantes dos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	37
Tabela 4.2.1 – Efeito médio das emissões soberanas nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	39
Tabela 4.2.2 – Efeito de cada emissão soberana nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	41
Tabela 4.2.3 – Sinais dos efeitos das emissões soberanas nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	43
Tabela 5.2.1 – Análise de Componentes Principais	47
Tabela 5.2.2 – Determinantes dos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	48
Tabela 5.3.1 – Efeito médio das emissões soberanas nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	49
Tabela 5.3.2 – Efeito de cada emissão soberana nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	50
Tabela 5.3.3 – Sinais dos efeitos das emissões soberanas nos <i>spreads</i> dos títulos corporativos brasileiros	51

Lista de gráficos

Gráfico 3.1.1 – Emissões de títulos corporativos e soberanos por data de emissão e volume emitido	27
Gráfico 3.1.2 – <i>yield spread</i> e <i>bid-ask spread</i> dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional	29
Gráfico 3.1.3 – Quantidade de títulos corporativos e soberanos emitidos em cada ano do período analisado	30
Gráfico 5.1.1 – <i>yield spread</i> e <i>bid-ask spread</i> dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional	46