



Congresso Internacional de Administração
ADM 2021

Administração Ágil
Inovação e Trabalho Remoto

25 a 27
de outubro

Ponta Grossa - Paraná - Brasil

EMPRESAS AVALIADAS VERSUS NÃO AVALIADAS: UMA ANÁLISE DO SETOR DE VAREJO DA B3

RATED VERSUS UNRATED COMPANIES: AN ANALYSIS OF B3'S RETAIL SECTOR

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

Antônio Vinícius Silva Caldas, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, aulasdefinancas@gmail.com

Eliane Silva Santos, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, eliane3207@gmail.com

Gracyanne Freire de Araujo, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, gracyanne@gmail.com

Marcos Antônio de Souza Barbosa, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, marcos_asb@yahoo.com

Valdice Barbosa de Queiroz, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, valdiceb@yahoo.com.br

Resumo

Este trabalho teve como objetivo identificar as variáveis financeiras que podem ser consideradas mais significativas na diferenciação de uma empresa avaliada de outra não avaliada. Quanto aos aspectos metodológicos, esta pesquisa foi classificada como descritiva e quantitativa. Para a coleta de dados, foi utilizada a pesquisa documental, por meio do uso de fontes secundárias, disponibilizadas no *website* Comissão de Valores Mobiliários, de dez empresas do setor de varejo listadas na B3, durante o período de 2012 a 2019. No tratamento dos dados, foram empregadas duas técnicas de análise, a regressão em painel e a logística. Os resultados encontrados indicaram que as variáveis financeiras que efetivamente diferenciaram as empresas avaliadas das não avaliadas foram os níveis de endividamento, a duração do ciclo operacional e os retornos das ações.

Palavras-chave: Agências de *rating*; Endividamento; Custo das dívidas; Rentabilidade; Setor de varejo.

Abstract

This work aimed to identify the financial variables that can be considered most significant in differentiating an rated company from unrated one. As for the methodological aspects, this research was classified as descriptive and quantitative. For data collection, documentary research was used, through the use of secondary sources, available on the Securities Commission website, of ten companies in the retail sector listed on B3, during the period from 2012 to 2019. In the treatment of data, two analysis techniques were used, panel regression and logistic. The results found indicated that the financial variables that effectively differentiated rated firms from those unrated ones were indebtedness levels, operating cycle duration and stock returns.

Keywords: Rating agencies; Indebtedness; Cost of debts; Profitability; Retail sector.

1. INTRODUÇÃO

Diante das turbulências econômicas em que as empresas se deparam no mercado financeiro, são cada vez mais comuns as notícias sobre o risco de inadimplência corporativa que evidenciam o rebaixamento da nota de crédito para o nível especulativo. Tal risco retrata a importância que os investidores estão dispensando às agências de *rating*, principalmente porque

elas vêm se tornando cada dia mais exigentes e conservadoras (Baghai, Servaes, & Tamayo, 2014; Morais, 2017; Trindade & Rossi, 2017). O objetivo de uma agência de *rating* é avaliar a capacidade que as empresas e os governos têm de pagarem suas dívidas e de se recuperarem das perdas (Scalet & Kelly, 2012). Logo, o *rating* é a opinião atual que uma agência tem sobre as potencialidades de uma entidade pública ou privada de arcar com os seus compromissos contratuais que envolvam dívidas ou crédito (Moody's, 2018).

Como são as próprias empresas avaliadas que pagam pelos serviços das agências de *rating*, existe uma tendência de que seja escolhida aquela que ofereça a melhor nota de classificação de risco. Tal procedimento pode levar a um enviesamento do enquadramento correto, tendo em vista que as agências precisam manter e ampliar as suas participações no mercado (Beatty, Gillette, Petacchi, & Weber, 2017). Neste sentido, existem estudos que apontam que as agências de *rating* são mais exigentes apenas com empresas localizadas abaixo do grau de investimento, ou seja, aquelas com um nível de risco considerado de médio para alto (Damasceno, Arte, & Minardi, 2008).

O que se percebe ao analisar a literatura sobre o tema em tela é uma dicotomia teórica entre os estudos que buscam apontar as diferenças entre as empresas avaliadas e as não-avaliadas no tocante ao nível de endividamento. Na pesquisa realizada por Gonis, Paul e Wilson (2020), os autores concluíram que as empresas não avaliadas tendem a ser mais endividadas e arriscadas, ensejando um custo mais elevado na contratação de seus passivos onerosos. Entretanto, essa assertiva está em contradição com o estudo realizado por Kraft (2015) ao afirmar que a nota atribuída a uma empresa por uma agência de *rating* lhe garante um tratamento diferenciado por parte dos credores que lhes permitem patamares mais elevados de endividamento. Nesta mesma perspectiva, Bierey, Muhn e Schidt (2016) afirmam que as empresas não avaliadas têm uma probabilidade 40% maior de usarem apenas recursos próprios em suas estruturas de capital. Deste modo, pode-se levantar a primeira hipótese (H_1) desta pesquisa: o nível de endividamento é uma variável determinante para o custo dos passivos onerosos, sendo esse último mais elevado para as empresas não avaliadas.

Deve ser salientado ainda que as agências de *rating* não divulgam a fórmula utilizada para o cálculo do risco das empresas avaliadas, sendo consideradas tanto variáveis qualitativas quanto quantitativas, mas utilizam como parâmetros os indicadores de rentabilidade, a exemplo do Retorno sobre o Investimento (ROI) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) (Izáková, Lapková, & Vránová, 2016; Castilhos, 2017). No estudo realizado por Fong, Hong, Kacperczyk e Kubik (2014) foi verificado que as empresas avaliadas apresentam rentabilidades operacionais maiores do que as não avaliadas. Essa característica foi ratificada por Arslan e Celikyurt (2018) que salientaram ainda que as avaliadas também são mais maduras. Neste mesmo sentido, quanto maiores os indicadores de rentabilidades operacional e líquida de uma empresa, menores os seus índices de endividamento e, conseqüentemente, os seus custos de passivos onerosos (Tripathy & Asija, 2017).

Logo, pode-se levantar a segunda hipótese (H_2) a ser investigada nesta pesquisa: o custo dos passivos onerosos é determinado pelas rentabilidades operacional e líquida, independentemente de a empresa ser avaliada ou não por uma agência de *rating*.

Com relação às empresas avaliadas, Driss, Massoud e Roberts (2019) concluíram que ao terem suas notas de crédito elevadas elas obtêm acesso a financiamentos de longo prazo e alcançam melhores performances operacionais. Esta mesma ideia é representada por Khan (2018) quando afirma que os investidores reagem tanto aos anúncios positivos quanto aos negativos e que o risco muda em resposta a esses eventos. Retificando essas assertivas, Abad, Ferreras e Robles (2018) atestam que a rentabilidade da empresa só é afetada quando ocorre o rebaixamento da nota, não sofrendo o efeito de sua elevação.

Assim, a terceira hipótese (H₃) desta pesquisa é definida da seguinte forma: a rentabilidade operacional sofre influência do rebaixamento ou da elevação do *rating* da empresa.

Diante do contexto pesquisado, o endividamento, as rentabilidades operacional e líquida e o custo de capital são variáveis que estão em destaque quando se trata da avaliação feita pelas empresas de *rating*, sendo um consenso na literatura (Murcia, Murcia, & Borba, 2014), o que leva à seguinte questão norteadora: quais são as variáveis financeiras que podem ser consideradas mais significativas na diferenciação de uma empresa avaliada de outra não avaliada?

Assim, esta pesquisa tem como objetivo geral identificar as variáveis financeiras que podem ser consideradas mais significativas na diferenciação de uma empresa avaliada de outra não avaliada. Secundariamente pretendeu-se ainda: a) identificar a relação existente entre os níveis de endividamento e os custos dos passivos onerosos, apontando as variáveis que são mais significativas para a determinação desse último; b) verificar se existe alguma relação entre as rentabilidades operacionais das empresas analisadas e os custos dos seus passivos onerosos; e c) analisar como o rebaixamento ou a elevação no *rating* de uma empresa impactou sua rentabilidade operacional.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Agências de *rating*

O objetivo das agências de *rating* é avaliar a capacidade que as empresas e os governos têm de pagarem suas dívidas e de se recuperarem de perdas (Scalet & Kelly, 2012). São empresas especializadas e independentes que avaliam o grau de risco das instituições (públicas ou privadas) em decorrência de suas emissões de dívidas (Arruda, 2015), sendo agentes responsáveis pela manutenção da coerência e do funcionamento da globalização financeira (Machado & Arienti, 2019). Logo, o *rating* é a opinião atual que uma agência tem sobre as potencialidades de uma entidade em arcar com os seus compromissos contratuais que envolvam dívidas ou crédito (Moody's, 2018). Qualquer problema identificado na atividade dessas instituições, geram uma preocupação interna e externa para todos, o que pode comprometer a reputação da instituição avaliada junto aos seus investidores e ao mercado (Arruda, 2015).

As chamadas “*big three*”, ou seja, as três maiores agências de avaliação de risco do mundo - Moody's, Standard & Poor's e Fitch - surgiram nos Estados Unidos e atingiram o reconhecimento mundial após passarem, individualmente, por processos de aquisição e fusão com outras empresas (White, 2010). Atualmente, o *market share* dessas agências é dividido da seguinte forma: Moody's e Standard Poor's são as primeiras a fornecerem serviços de

classificação, respondem igualmente por 40%, a Fitch por 15% e as agências menores por 5% (Scalet & Kelly, 2012; Marandola, 2016). No Brasil, além das três grandes já citadas, possuem registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) as empresas Austim, Argus e Liberum (Bichoffe, 2017).

De acordo com Marandola (2016) adaptar os padrões de classificação às características peculiares dos países implica custos significativos porque requer conhecimento específico do mercado local, recursos humanos e coleta de dados. Deste modo, por meio de uma metodologia própria, as agências de *rating* criaram uma escala de risco, conforme pode ser visto na Figura 1.

Escala de longo prazo			Risco	Grau de Investimento Investment Grade
Fitch	Moody's	S&P		
AAA	Aaa	AAA	Melhor avaliação / Menor risco	
AA+	Aa1	AA+	Avaliação alta / risco baixo	
AA	Aa2	AA		
AA-	Aa3	AA-		
A+	A1	A+	Avaliação ótima / risco médio-baixo	
A	A2	A		
A-	A3	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	Avaliação média / risco médio	
BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Avaliação baixa / risco médio-alto	
BB	Ba2	BB		
BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+	Aval. Muito baixa / altamente especulativo	
B	B2	B		
B-	B3	B-		
CCC	Caa1	CCC+	Aval. extremamente baixa / altamente especulativo	
	Caa2	CCC		
	Caa3	CCC-		
	Ca	CC	Mais baixa Aval./ altamente especulativo	
		C		
DDD	C	D	Falência	

Figura 1 - Escala de avaliação das principais agências de *rating*

Segundo Assaf (2020), a escala de avaliação da Figura 1 serve como parâmetro para determinação do custo da dívida de mercado. Segundo o autor, para o cálculo desse custo, considera-se o risco da inadimplência (*spread*), ou seja, a capacidade de pagamento da empresa avaliada. Quanto melhor a empresa for avaliada (classificação acima do grau de investimento), menor será seu risco e ela ficará sujeita ao pagamento de taxas mais baixas ao elevar o seu endividamento. Na visão de Cafarelli (2020), quanto menos tempo de mercado a empresa avaliada tiver, maior será o rigor para a concessão do seu *rating*.

Como são as próprias empresas avaliadas que pagam pelos serviços das agências de classificação de risco, existe uma tendência de que seja escolhida aquela que ofereça o melhor *rating*. Tal disposição pode levar a um enviesamento do risco correto, tendo em vista que as agências precisam manter e ampliar as suas participações no mercado (Beatty et al., 2017). Chen, Matousek, Stewart e Webb (2019) apontam ainda a estrutura de mercado em que as agências atuam para que as avaliações se tornem tendenciosas e infladas, principalmente diante de oligopólios.

Mesmo diante dessas críticas, as agências continuam impactando na precificação do risco de mercado (Binici, Hutchison & Miao, 2017). Um exemplo disso ocorreu em 2015, quando a nota da Petrobras foi rebaixada, o que forçou a companhia a selecionar melhor os seus dispêndios de capital bem como dificultou o seu acesso a novos créditos (Yabiko & Bone, 2018).

De acordo com Bacinello, Flores, Flores, Arenas e Matos (2020), as empresas possuem bases próprias de investigação para classificação do risco, fazendo com que os resultados sejam convergentes ou divergentes em algumas situações. As flutuações e incertezas existentes no mercado brasileiro podem fazer com que fatores pontuais influenciem nas classificações emitidas pela S&P, Fitch e Moody's. Ainda segundo os autores, pode-se utilizar os indicadores financeiros como um ponto de partida na avaliação do *rating*. Na visão de Huang, Chen e He (2020), os principais indicadores financeiros usados pelas agências de *rating* são: rentabilidade, endividamento e liquidez.

2.2 Rentabilidade

As empresas de *rating* usam os indicadores de rentabilidade, a exemplo do ROI e o RSPL, como um dos parâmetros para avaliação de uma empresa. Tais parâmetros são um indicativo geral de como está a situação econômica da mesma (Izáková et al., 2016).

O ROI é uma das principais medidas de eficiência operacional (Hoji, 2017). Para Assaf e Lima (2019), esse indicador reflete as decisões de investimento que a empresa tomou, resultando do produto da margem operacional pelo giro do investimento, e mensura o retorno operacional líquido gerado pelo capital total investido na empresa, seja esse patrimônio líquido (capital próprio) ou passivo oneroso (empréstimos, financiamentos e debêntures).

O ROI pode ser calculado conforme fórmula abaixo:

$$ROI = \frac{\text{Lucro operacional Líquido}}{\text{Passivo Oneroso} + \text{Patrimônio Líquido}} \quad (1)$$

Assaf (2020) ensina que o RSPL reflete as decisões de investimento da empresa e demonstra o resultado líquido gerado pelos recursos próprio, sendo fruto do produto da margem líquida pelo giro do patrimônio líquido.

O RSPL pode ser calculado conforme fórmula abaixo:

$$RSPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

É oportuno considerar que o RSPL deve ser maior do que o ROI, para que haja uma alavancagem financeira favorável para a empresa, ou seja, que essa está conseguindo crescer mais do que o custo de captação dos passivos onerosos (Mouelhi & Saint-Pierre, 2014).

Em estudo realizado por Izáková et al. (2016), foi constatado que a agência de *rating* Standard & Poor's considera que um bom RSPL deve ser superior a 5% a.a., mas que não determinou nenhum parâmetro para o ROI.

2.3 Endividamento e grau de alavancagem financeira

Assaf e Lima (2019) ensinam que o endividamento é muitas vezes chamado de alavancagem financeira, por representar a relação entre os passivos onerosos (dívidas de curto e de longo prazo) e o patrimônio líquido, e que o custo líquido destas dívidas (Kil) não pode ser superior à capacidade de crescimento operacional da empresa (ROI). Hoji (2017) esclarece que quando o ROI supera os valores do Kil, necessariamente, o RSPL será maior do que o ROI, e que existe um grau alavancagem financeira (GAF) favorável.

Assaf e Lima (2020, p. 148) apresentam as fórmulas do Kil, do endividamento e do GAF

$$Kil = \frac{Despesas\ Financeiras \times (1 - Imposto\ de\ renda)}{Passivo\ Oneroso} \quad (3)$$

$$Endividamento = \frac{Passivo\ Oneroso}{Patrimônio\ Líquido} \quad (4)$$

$$GAF = \frac{RSPL}{ROI} \quad (5)$$

No trabalho realizado por Fonseca, Lima e Silveira (2017), que buscou identificar os determinantes das classificações de crédito em empresas não financeiras brasileiras, foi encontrado que as empresas avaliadas tinham um ROI's e GAF's médios de 5,07% a.a. e 0,74, respectivamente.

Sepe, Smarra e Sorrentino (2015), em um trabalho realizado junto a empresas italianas, identificaram que o custo de capital de terceiros guarda uma relação direta com o nível de endividamento e uma relação indireta com o ROI. De forma complementar, Pereira e Martins (2015) verificaram a existência de uma correlação negativa do endividamento e uma positiva da rentabilidade, ambos com relação ao *rating*.

2.4 Liquidez

Na visão de Assaf (2020), os indicadores de liquidez demonstram a capacidade que uma organização tem de arcar com suas obrigações, sejam elas de curto ou de longo prazos. Entretanto, o autor adverte que esses indicadores são estáticos, ou seja, refletem uma posição do passado, o que desconsidera a dinâmica dos negócios da empresa, e devem ser analisados em conjunto com outros indicadores, a exemplo da análise dinâmica do capital de giro proposta por Fleuriet (1980).

Para Fleuriet (1980), na análise dinâmica do capital de giro, as contas do ativo e do passivo circulantes são reclassificadas em cíclicas e financeiras. No primeiro caso, devem ser consideradas as contas que têm características permanentes e se fazem parte do ciclo operacional da empresa. No segundo caso, estão enquadradas as contas de natureza sazonal e que não fazem parte das atividades operacionais de uma organização.

Com a dinâmica proposta por Fleuriot (1980), pode-se conhecer se o capital circulante de líquido (recursos de longo prazo que financiam o ativo circulante) é suficiente para arcar com as necessidades de investimento de giro (NIG) da empresa.

$$\text{CCL} = \text{Ativo circulante} - \text{Passivo circulante} \quad (6)$$

$$\text{NIG} = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico} \quad (7)$$

Panigrahi e Joshi (2019) informam que as agências de *rating* consideram que um CCL negativo aumenta o risco de inadimplência e, como consequência, majora os custos de captação dos passivos onerosos. Corroborando essa assertiva, Gill, Obradovich e Mathur (2019) asseveram que quanto melhor a eficiência na gestão do capital de giro de uma empresa, melhor a sua avaliação de risco.

Aqil, Ahmed, Vveinhardt e Streimikiene (2019) encontraram uma correlação positiva e significativa entre o CCL, a NIG e a rentabilidade da empresa, sendo essa última mais elevada quanto maior for o saldo disponível. Esse achado ratifica o estudo de Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2014), segundo o qual rentabilidades maiores proporcionam uma melhor avaliação de risco.

3. METODOLOGIA

Este estudo descritivo e quantitativo objetivou identificar as variáveis financeiras que são mais significativas na diferenciação de uma empresa avaliada de outra não avaliada. Para tal fim, esta pesquisa utilizou dados de 10 companhias do setor de varejo listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3 S.A), antiga BM&FBOVESPA. A escolha do citado setor se justifica por esse conter o maior número de organizações que se destacaram entre as 500 maiores de 2019, no tocante à receita líquida (Época Negócios, 2019). Outro motivo para a escolha do referido setor foi a homogeneidade que as empresas escolhidas apresentaram, tendo em vista que existem seis avaliadas (Guararapes, Lojas Renner, Magazine Luiza, B2W Digital, Lojas Americanas e Restoque Comércio) e quatro não avaliadas (Marisa Lojas, Via Varejo, Saraiva e Arezzo).

Quanto à coleta de dados, este estudo realizou uma pesquisa documental como fontes secundárias, conforme Lakatos e Marconi (2010). Os documentos coletados foram os demonstrativos contábeis das empresas analisadas. As informações utilizadas são de uso público, disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2020), referentes ao período de 2012 a 2019. O motivo da escolha dessa linha de corte temporal se justifica pelo período de abertura da empresa mais nova que compõe a amostra (Maganize Luiza), que realizou sua oferta pública inicial (IPO) em 28/04/2011. Como se pretendeu trabalhar com dados anuais das demonstrações financeiras completas, foram considerados os anos de 2012 em diante.

Deste modo, os dados foram coletados em formato de painel. Segundo Brooks (2019), os dados em painel são uma junção de uma série temporal com elementos seccionais cruzados. O autor destaca ainda que esse tipo de coleta de dados pressupõe que as empresas (entidades) sejam as mesmas durante todo o período analisado, podendo os dados serem balanceados (quando as

todas as empresas apresentam informações de todo período analisado) ou desbalanceados (quando alguma empresa deixa de apresentar dados em qualquer dos anos da análise).

Hamilton (2012) esclarece que existem dois tipos de efeitos usados para determinar os estimadores do painel: os fixos e os aleatórios. No primeiro caso, considera-se que cada entidade possui características individuais que podem causar algum impacto nos preditores ou mesmo na variável dependente. No segundo caso, pressupõe-se que as entidades não são correlacionadas com os preditores. O autor aponta ainda o teste de Hausman para se escolher entre um dos tipos desses efeitos. Caso o p-valor desse teste seja menor que 5%, deve-se optar pelos efeitos fixos. Após a aplicação do teste de Hausman, os possíveis problemas de heterocedasticidade e autocorrelação foram corrigidos por meio da aplicação da clusterização dos erros padrões, conforme indicado por Arellano (1987).

Deste modo, foram testados dois modelos de regressão em painel: o linear e o logístico. No primeiro caso, foram verificadas as significâncias das variáveis analisadas sobre o custo dos passivos onerosos (Kil) e sobre o retorno sobre o investimento (ROI), a fim de testar as três hipóteses levantadas nesta pesquisa. No segundo, foram avaliadas as significâncias das variáveis sobre o fato de uma empresa ser avaliada (1) ou não (0), tendo como variável dependente a *dummy* “rated”, a fim de responder à questão de pesquisa deste estudo. Importante destacar que Mehmetoglu e Jakobsen (2017) ensinam que os efeitos aleatórios são o padrão utilizado em uma regressão logística com dados em painel.

As variáveis escolhidas para serem analisadas nesta pesquisa, com exceção das *dummies* “rated” (avaliada – 1 ou não – 0) e “rebaixada” (houve – 1 ou não houve – 0) foram as mesmas utilizadas na determinação das 500 maiores empresas de 2019 (Época Negócios, 2019). Os dados foram tratados por meio de uma planilha Excel e do software estatístico Stata 17.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta uma regressão em painel cuja variável dependente foi o custo dos passivos onerosos, tendo as seguintes regressoras: endividamento, rentabilidades operacional e líquida, margem operacional, capital circulante líquido, necessidade de investimento em giro, ciclo de operacional, retorno das ações e as *dummies* “rated” (avaliada -1, não avaliada-0) e “rebaixada” (empresa rebaixada – 1, não rebaixada – 0).

Kil	COEFICIENTES	ERROS PADRÕES ROBUSTOS	Z	P-VALOR	INTERVALO DE CONFIANÇA – 95%	
Endividamento	-0,019575	0,0086614	-2,26	0,024	-0,036551	-0,0025989
ROI	0,288093	0,1614439	1,78	0,074	-0,0283312	0,6045172
RSPL	-0,0887443	0,027509	-3,23	0,001	-0,142661	-0,0348276
Margem Operac.	-0,510015	0,3390251	-1,50	0,132	-1,1744492	0,154462
CCL	1,15e-09	2,52e-09	0,45	0,650	-3,80e-09	6,09e-09
NIG	-1,04e-08	6,38e-09	-1,64	0,101	-2,30e-08	2,05e-09
Ciclo Operac.	-8,17e-06	2,47e-06	-3,31	0,001	-0,000013	-3,33e-06
Retorno das ações	9,37e-09	1,49e-08	0,63	0,529	-1,98e-08	3,85e-08
Rated	0,0437015	0,0290791	1,50	0,133	-0,0132925	0,1006954
Rebaixada	0,1110111	0,0598589	1,85	0,064	-0,0063103	0,2283324
Constante	0,1637144	0,0185697	8,82	0,000	0,1273185	0,2001104

Tabela 1 – Determinantes dos custos dos passivos onerosos

A Tabela 1 apresenta uma regressão em painel com aleatórios, sendo essa escolha embasada pelo p-valor do teste de Hausman, 0,6795. Conforme indicado por Arellano (1987), foi realizada a correção robusta dos erros padrões (utilizando como cluster o indicador da empresa - “idempresa”).

As variáveis que foram estatisticamente significativas para a determinação dos custos dos passivos onerosos, a um nível de 5%, foram as seguintes: endividamento, a rentabilidade líquida e o ciclo operacional, cujos coeficientes apresentaram os seguintes valores, respectivamente: -0,019575, -0,0887443 e -0,00000817. Assim, essas predictoras exercem uma influência negativa sobre o custo de passivos onerosos. Esses resultados estão em contradição com os encontrados por Dirman (2020), Sy, Jamel, Derbali (2017) & Sanoran (2020), tendo em vista que esses autores encontraram uma associação positiva entre as citadas variáveis.

Neste sentido, as empresas com os maiores níveis de endividamento apresentaram menores custos de passivos onerosos, cada 1% a mais de recursos de terceiros na estrutura de capital implicou 1,95% a menos na captação de dívidas. Do que pode se depreender que as empresas mais endividadas foram as que conseguiram obter dívidas a um custo mais barato. Esse resultado está em consonância com o percebido por Kraft (2015).

Da mesma forma, companhias com maiores rentabilidades líquidas (RSPL) contrataram dívidas a um custo menor, ou seja, 1% a mais de RSPL ocasionou custos de passivos onerosos 8,87% menores. Esse resultado ratifica os achados de Tripathy e Asija (2017). Percebeu-se ainda que um dia a mais no ciclo operacional implicou uma diminuição de 0,000817% no custo da contratação de dívidas.

A Tabela 1 mostra ainda que a *dummy* “rated” não foi estatisticamente significativa, a um nível de 5%, para a determinação dos custos dos passivos onerosos. Logo, pode-se rejeitar a H_1 (o nível de endividamento é uma variável determinante para o custo dos passivos onerosos, sendo esse último mais elevado para as empresas não avaliadas), pois, mesmo que as empresas mais endividadas tenham conseguido contratar dívidas mais baratas, o fato de elas serem avaliadas não foi relevante, o que contradiz os achados de Gonis, Paul e Wilson (2020).

Com relação à H_2 (o custo dos passivos onerosos é determinado pelas rentabilidades operacional e líquida, independentemente de a empresa ser avaliada ou não por uma agência de *rating*), os dados da Tabela 1 apontam para a sua rejeição, tendo em vista que apenas o RSPL foi estatisticamente significativo, a um nível de 5%, para a determinação dos custos das dívidas. Esses resultados são contrários aos encontrados por Sepe et al. (2015).

A Tabela 2 apresenta a segunda regressão em painel, com correção robusta dos erros padrões (utilizando como cluster o indicador da empresa - “idempresa”), cujos efeitos aleatórios são fundamentados em um teste Hausman de p-valor 0,6208, tendo como variável dependente a rentabilidade operacional (ROI) e as seguintes regressoras: endividamento, custo dos passivos onerosos, rentabilidade líquida, margem operacional, capital circulante líquido, necessidade de investimento em giro, ciclo de operacional, retorno das ações e as *dummies* “rated” e “rebaixada”.

ROI	COEFICIENTES	ERROS PADRÕES ROBUSTOS	Z	P-VALOR	INTERVALO DE CONFIANÇA - 95%	
Endividamento	0,0380243	0,0145302	2,62	0,009	0,0095457	0,0665029
KIL	0,4886182	0,0823444	5,93	0,000	0,327226	0,6500103
RSPL	0,1673318	0,0269372	6,21	0,000	0,114536	0,2201277
Margem Operac.	1,458474	0,679382	2,15	0,032	0,1269095	2,790038
CCL	-1,22e-10	5,42e-09	-0,02	0,982	-1,07e-08	1,05e-08
NIG	1,26e-08	1,06e-08	1,19	0,232	-8,10e-09	3,34e-08
Ciclo Operac.	3,96e-06	1,30e-06	3,05	0,002	1,41e-06	6,51e-06
Retorno das ações	1,06e-08	4,59e-09	2,31	0,021	1,59e-09	1,96e-08
Rated	-0,0509579	0,0288785	-1,76	0,078	-0,1075587	0,0056429
Rebaixada	0,0341305	0,0230374	1,48	0,138	-0,011022	0,0792829
Constante	-0,1300558	0,0599822	-2,17	0,030	-0,2476188	-0,0124928

Tabela 2 – Determinantes da rentabilidade operacional

As variáveis que se mostraram estatisticamente significativas, a um nível de 5%, foram as seguintes: endividamento, custo dos passivos onerosos, rentabilidade líquida, margem operacional, ciclo de operacional e o retorno das ações, com coeficiente, respectivamente, de: 0,0380243, 0,4886182, 0,1673318, 1,458474, 0,00000396 e 0,0000000106. Essas variáveis possuem uma relação direta com o ROI.

As empresas mais endividadas foram as que apresentaram os maiores percentuais de ROI. Logo, 1% a mais no nível de endividamento representou um aumento de 3,8% na rentabilidade operacional. Este resultado está em contradição com o encontrado por Margaretha (2019), em estudo realizado sobre as empresas listadas na bolsa de valores da Indonésia, durante o período de 2012 a 2016, ao constatar que o endividamento está negativo e não significativamente relacionado com o ROI.

Destaque-se também que as empresas com maiores custos de passivos onerosos foram aquelas que obtiveram os maiores ROI's. Para cada 1% no aumento desse custo, percebeu-se uma majoração de 48,86% no retorno operacional. Este resultado contradiz os estudos de Sepe et al. (2015) que identificaram uma relação indireta entre os custos de passivos oneroso e o ROI.

Com relação à H₃ (a rentabilidade operacional sofre influência do rebaixamento ou da elevação do *rating* da empresa), os dados da Tabela 2 indicam a sua rejeição, tendo em vista que, apesar da *dummy* “rebaixada”, ser positivamente associada ao ROI, não há significância estatística a um nível de 5%, contradizendo os achados de Fong et al. (2014) e de Abad et al. (2018).

A fim de responder à questão de pesquisa deste estudo, foi realizada uma regressão logística com dados em painel, com efeitos aleatórios, correção robusta dos erros padrões (utilizando como cluster o indicador da empresa - “idempres”), conforme Tabela 3.

RATED	COEFICIENTES	ERROS PADRÕES ROBUSTOS	Z	P-VALOR	INTERVALO DE CONFIANÇA - 95%	
Endividamento	-0,9158028	0,3225266	-2,84	0,005	-1,547943	-0,2836621
KIL	22,10953	24,34434	0,91	0,364	-25,6045	69,82356
ROI	4,257601	12,63712	0,34	0,736	-20,51071	29,02591
RSPL	-0,345871	2,528734	-0,14	0,891	-5,302098	4,610356

Margem Operac.	-0,1001582	4,175342	-0,02	0,981	-8,283678	8,083362
CCL	2,54e-06	1,93e-06	1,31	0,189	-1,25e-06	6,33e-06
NIG	-8,39e-07	8,20e-07	-1,02	0,306	-2,45e-06	7,67e-07
Ciclo Operac.	0,0002434	0,0001195	2,04	0,042	9,17e-06	0,0004775
Retorno das ações	1,273584	0,6449511	1,97	0,048	0,0095031	2,537665
Constante	-6,907728	7,569361	-0,91	0,361	-21,7434	7,927948

Tabela 3 – Fatores que diferenciam uma empresa avaliada

A Tabela 3 mostra que as variáveis estatisticamente significativas, a um nível de 5%, para determinar se uma empresa é avaliada são: o nível de endividamento, o ciclo operacional e o retorno das ações, com os valores de -0,9158028, 0,0002434 e 1,273584, respectivamente. Para clarificar o significado desses coeficientes, as razões das possibilidades são apresentadas na Tabela 4.

RATED	RAZÃO DE CHANCES	ERROS PADRÕES ROBUSTOS	Z	P-VALOR	INTERVALO DE CONFIANÇA -95%	
Endividamento	0,4001952	0,1290736	-2,84	0,005	0,2126849	0,753021
KIL	4,00e+09	9,74e+10	0,91	0,364	7,59e-12	2,11e+30
ROI	70,6403	892,6902	0,34	0,736	1,24e-09	4,03e+12
RSPL	0,7076038	1,789341	-0,14	0,891	0,0049811	100,5199
Margem Operac.	0,9046942	3,777408	-0,02	0,981	0,0002526	3240,107
CCL	1,000003	1,93e-06	1,31	1,31	0,9999987	1,000006
NIG	0,9999992	8,20e-07	-1,02	0,306	0,9999976	1,000001
Ciclo Operac.	1,000243	0,0001195	2,04	0,042	1,000009	1,000478
Retorno das ações	3,573638	2,304822	1,97	0,048	1,009548	12,6501
Constante	0,001	0,0075696	-0,91	0,361	3,61e-10	2773,729

Tabela 4 – Razões das possibilidades dos fatores que diferenciam uma empresa avaliada

Considerados apenas os valores estatisticamente significativos, as empresas que apresentaram os endividamentos mais elevados tiveram diminuídas em 59,99% as suas chances de se enquadrarem como avaliadas. Esse percentual ratifica os achados de Bierey e Muhn (2016). As companhias com maiores ciclos operacionais apresentaram 0,02% mais chances de serem avaliadas. Já o aumento de 1% no retorno das ações aumenta em 3,57 vezes as chances de uma empresa ser avaliada.

Desta maneira, a questão de pesquisa deste estudo fica respondida ao serem identificados os níveis de endividamento, a duração do ciclo operacional e os retornos das ações como os fatores capazes de diferenciar uma empresa avaliada de outra não avaliada. Assim, as rentabilidades operacional e líquida, bem como o custo dos passivos onerosos, apontados por Murcia et al. (2014) como sendo um consenso na literatura quando se trata das avaliações das agências de *rating*, não se mostram estatisticamente significativas, a um nível de 5%.

5. CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi identificar as variáveis financeiras que podem ser consideradas mais significativas na diferenciação de uma empresa avaliada de outra não avaliada. Os principais resultados mostraram que as empresas que tiveram maiores níveis de endividamento,

independentemente de serem avaliadas, captaram dívidas a custos menores, sendo esses últimos também influenciados pelo ciclo operacional e pela rentabilidade líquida.

Em termos de rentabilidade, empresas com maiores rentabilidades líquidas apresentaram menores custos de passivos onerosos, não sendo esse último afetado pelo ROI. Observou-se ainda que a rentabilidade operacional não sofreu influência do fato de a empresa ter sido rebaixada ou não.

Por fim, foi identificado que as variáveis financeiras que efetivamente diferenciaram as empresas avaliadas das não avaliadas foram os níveis de endividamento, a duração do ciclo operacional e os retornos das ações. Dessas, apenas a estrutura de capital é apontada pela literatura como consensual na avaliação do *rating*, conforme informado por Murcia et al. (2014).

Em termos de contribuição teórica, este trabalho mostrou que o retorno das ações é a variável mais importante para diferenciar uma empresa avaliada de outra não avaliada, o que se mostra importante ao ampliar o conhecimento sobre o tema proposto. Logo, quanto maiores forem os resultados obtidos por uma empresa no mercado de capitais, maiores as chances de ela ser avaliada por uma agência de *rating*. Este trabalho também contribui ao deixar claro que não se pode generalizar ao afirmar que o custo dos passivos onerosos e as rentabilidades sejam fatores característicos de uma empresa avaliada, sendo os níveis de endividamento um pleno consenso na literatura.

As limitações deste estudo são relativas ao quantitativo de empresas analisadas, sendo possivelmente esse um impeditivo para a generalização dos resultados. Para estudos futuros, suger-se utilizar outros setores a fim de verificar se os resultados se repetem.

REFERÊNCIAS

- Abad, P., Ferreras, R., & Robles, M. D. (2019). Informational role of rating revisions after reputational events and regulation reforms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 91-103.
- Aqil, M., Ahmed, R. R., Vveinhardt, J., & Streimikiene, D. (2019). Factors influencing the profitability of heavy vehicle industry: a case of Pakistan. *Montenegrin Journal of Economics*, 15(1), 61-72.
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford bulletin of Economics and Statistics*, 49(4), 431-434.
- Arruda, R. C. (2015). *Ensaio em Jogos Evolucionários com Aplicação ao Estudo da Interação entre Agências de Rating e Investidores* (Dissertação de Mestrado em Engenharia da Produção). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Brasil. .
- Arslan, B., & Celikyurt, U. (2018). The Effect of Voluntary Governance Rating Disclosures on SEOs and Acquisitions. Available at SSRN 3225792.

- Assaf, A., Neto. (2020). *Finanças corporativas e valor*. Grupo Gen-Atlas.
- Assaf, A., Neto., Lima, F. G. (2019). *Curso de administração financeira*. Grupo Gen-Atlas.
- Bacinello, E., Flores, C. R., Flores, J. A., Arenas, M. V. S., & Matos, G. B. C. (2020). Avaliação do Risco de Crédito em Agências de Rating: uma Abordagem em Corporações Brasileiras. *Brazilian Journal of Development*, 6(9), 68386-68404.
- Baghai, R. P., Servaes, H., & Tamayo, A. (2014). Have rating agencies become more conservative? Implications for capital structure and debt pricing. *The Journal of Finance*, 69(5), 1961-2005.
- Beatty, A., Gillette, J., Petacchi, R., & Weber, J. (2017). Pay for Praise: Do Rating Agencies Get Paid more When They Provide Higher Ratings? An Examination of the Consequences of the Recalibration of Municipal Debt. *Social Science Electronic Publishing*.
- Bichoffe, A. C. (2017). Risco & Controle: Considerações sobre dispositivos de avaliação de risco de crédito e suas implicações na normalização de Estados Soberanos e regulação de mercados financeiros. *Revista Tomo, Dossiê Desconstruindo os dispositivos dos mercados—aportes da Sociologia Econômica*, (30).
- Bierey, M., Muhn, M., & Schmidt, M. (2016). Competing debt-equity classification regimes: Do firms care more about accounting standards or rating agencies?. Available at SSRN 2801743.
- Binici, M., Hutchison, M. M., & Miao, E. W. (2018). Are credit rating agencies discredited? Measuring market price effects from agency sovereign debt announcements.
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press.
- Cafarelli, A. (2020). Creditworthiness risk over years: The evolution of credit rating standards. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(4), 48-59.
- Castilhos, N. C. (2017). O grau de investimento corporativo das empresas listadas no IBRX50: análise do rating divulgado pelas certificadoras. (Dissertação de Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, Brasil.
- Chen, Z., Matousek, R., Stewart, C., & Webb, R. (2019). Do rating agencies exhibit herding behaviour? Evidence from sovereign ratings. *International Review of Financial Analysis*, 64, 57-70.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2020). *Empresas listadas*. Recuperado de : <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/companhias>.

- Damasceno, D. L., Artes, R., & Minardi, A. M. A. F. (2008). Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. *Revista de Administração-RAUSP*, 43(4), 344-355.
- Dirman, A. (2020). Cost of Debt: the Impact of Financial Factors and Non-Financial Factors. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 1(4), 550-567.
- Driss, H., Massoud, N., & Roberts, G. S. (2019). Are credit rating agencies still relevant? Evidence on certification from Moody's credit watches. *Journal of Corporate Finance*, 59, 119-141.
- Época Negócios. (2019). As melhores empresas do país avaliadas em seis dimensões.
- Fernandino, G. F., Takamatsu, R. T., & Lamounier, W. M. (2014). Impacto dos índices contábeis na aplicação de rating de crédito em empresas brasileiras de capital aberto. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(3), 78-94.
- Fleuriet, M. (1980). *A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro*. Fundação Dom Cabral.
- Fong, K. Y., Hong, H. G., Kacperczyk, M. T., & Kubik, J. D. (2014, August). Do security analysts discipline credit rating agencies?. In *AFA 2013 San Diego Meetings Paper*.
- Gill, A., Amiraslany, A., Obradovich, J., & Mathur, N. (2019). Efficient working capital management, bond quality rating, and debt refinancing risk. *Managerial Finance*.
- Gonis, E., Paul, S., & Wilson, N. (2012). The rating decision and the determinants of credit ratings: A UK empirical investigation. *International Review of Financial Analysis*.
- Hamilton, L. C. (2012). *Statistics with Stata: version 12*. Cengage Learning.
- Hoji, M. (2017). *Administração financeira e orçamentária*. Grupo Gen-Atlas.
- Huang, B., Chen, L., & He, L. (2020). How can government support affect behaviors of investors and rating agencies in a corporate bond Market? Evidence from China's corporate bond market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(3), 485-507.
- Izáková, K., Lapková, M., & Vránová, M. (2016, March). Selected indicators of the most innovative insurance companies in Slovakia and the Czech Republic. In *Forum Scientiae Oeconomia* (Vol. 4, No. 1, pp. 71-81).
- Khan, I. A. (2018). The Effect of Rating Changes on Stock Returns: An Empirical Investigation *International Journal of Research in Management, Economics and Commerce*, v.08, n.3.
- Kraft, P. (2015). Do rating agencies cater? Evidence from rating-based contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2-3), 264-283.

- Lakatos, E. M., & Marconi, M. D. A. (2010). *Metodologia científica*. 4. reimpr. São Paulo: Atlas.
- Machado, P. L. N., & Arienti, P. F. F. (2019). A resiliência das agências de rating no sistema financeiro internacional. *Carta Internacional*, 14(2).
- Marandola, G. (2016). InkLocal credit rating agencies: a new dataset. *Research in International Business and Finance*, 38, 83-103.
- Margaretha, C. (2019). Analysis of Factors Affecting Firm Value in Plantation Companies Listed On BEI With Profitability As An Intervening Variable. *International journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 2(4), 1-12.
- Mehmetoglu, M., & Jakobsen, T. G. (2016). *Applied statistics using Stata: a guide for the social sciences*. Sage.
- Moody's assigns ratings to three classes of notes issued by LCM Loan Income Fund I Ltd. Disponível em: <https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-ratings-to-three-classes-of-notes-issued-by--PR_380896>. Acesso em: 16 mar. 2018.
- Mouelhi, C., & Saint-Pierre, J. (2014). The Dynamic Market-Derived Capital Pricing Model: Theoretical Foundations and Empirical Analysis. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(5), 1.
- Morais, J. M. D. (2017). Petrobras: crise financeira e de credibilidade e recuperação recente. Recuperado de http://repositorio.ipea.gov.br/Radar_n53_Petrobras.pdf.
- Murcia, F.C. S, Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2014). Rating de crédito corporativo: revisão da literatura e oportunidades para pesquisa no cenário brasileiro. *Revista de Economia e Administração*, 13(1).
- Panigrahi, C. M. A. (2019). Liquidity and profitability relationship and financial fallacy. *Think India Journal*, ISSN, 0971-1260.
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 205-221.
- Sanoran, K. L. (2020). What matters in cost of debt: audit partner public-client specialization or busyness?. *Managerial Auditing Journal*.
- Scalet, S., & Kelly, T. F. (2012). The ethics of credit rating agencies: what happened and the way forward. *Journal of business ethics*, 111(4), 477-490.

- Sepe, E., Smarra, M., & Sorrentino, M. (2015). Does Ethic Rating Decrease Firms' Cost of Capital? Empirical Insights from the Italian Setting. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 5(4), 54-68.
- Sy, A.; Jamel, L., & Derbali, A. Do ownership structure and quality of financial information affect the cost of debt of Tunisian listing firms?. *International Journal of Critical Accounting*, v. 9, n. 2, p. 140-153, 2017.
- Trindade, A. C., & Rossi, J. C. (2017). Gestão da reputação corporativa da Petrobras no contexto da crise política brasileira. *Temática*, v. 13, n. 4.
- Tripathy, N., & Asija, A. (2017). The impact of financial crisis on the determinants of capital structure of listed firms in India. *Journal of International Business and Economy*, 18(1), 101-121.
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-26.
- Yabiko, R. F., & Bone, R. B. (2018). Derailed locomotive? Petrobras investments and economic growth in Brazil. *International Journal of Production Management and Engineering*, 6(1), 47-55.