

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

BRUNO RAFAEL DOS SANTOS SANTANA

OPERAÇÕES *OFF-BALANCE SHEET* E INSTRUMENTOS HÍBRIDOS: UTILIZAÇÃO  
PELAS EMPRESAS QUE COMPÕE O IBrX-100 E SUA RELAÇÃO COM O *RATING* E A  
INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

SÃO PAULO

2013

BRUNO RAFAEL DOS SANTOS SANTANA

OPERAÇÕES *OFF-BALANCE SHEET* E INSTRUMENTOS HÍBRIDOS: UTILIZAÇÃO  
PELAS EMPRESAS QUE COMPÕE O IBRX-100 E SUA RELAÇÃO COM O *RATING* E  
A INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

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.

Campo de conhecimento:  
Finanças

Orientador: Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

SÃO PAULO

2013

Santana, Bruno Rafael dos Santos Santana.

Operações *off-balance sheet* e instrumentos híbridos: utilização pelas empresas que compõe o IBrX-100 e sua relação com o *rating* e a internacionalização das empresas brasileiras / Bruno Rafael dos Santos Santana. - 2013.

38 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng.

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Off balance sheet financing. 2. Empresas - finanças. 3. Empresas multinacionais. 4. Risco (Economia). 5. Balanço (Contabilidade). I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 336.76

BRUNO RAFAEL DOS SANTOS SANTANA

OPERAÇÕES *OFF-BALANCE SHEET* E INSTRUMENTOS HÍBRIDOS: UTILIZAÇÃO  
PELAS EMPRESAS CONSTANTES DO IBRX-100 E SUA RELAÇÃO COM O *RATING* E  
A INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

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.

Campo de conhecimento:  
Finanças

Data da Aprovação:  
\_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng (Orientador)  
FGV-EESP

---

Prof. Dra. Mayra Ivanoff Lora  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Insper

SÃO PAULO

2013

## RESUMO

Esta dissertação busca identificar a utilização de operações *off-balance* e instrumentos híbridos pelas empresas brasileiras. Seu objetivo é, além da utilização, verificar se o índice de transnacionalidade e o *rating* de crédito influenciam na decisão de utilizar ou não tais operações e instrumentos. Para isso, foram observadas as demonstrações financeiras e *ratings* das empresas participantes do índice IBrX-100 no período dos últimos três anos (2009, 2010 e 2011). Já para considerar o efeito da utilização das operações e instrumentos em razão do quão internacionalizadas são as empresas, este trabalho utiliza como critério a participação das empresas no ranking das transnacionais brasileiras no mesmo período acima citado. A análise revela que as empresas brasileiras mais internacionalizadas são mais sofisticadas que as menos internacionalizadas e conseqüentemente se utilizam mais de instrumentos híbridos e operações *off-balance*. Ainda nesta linha, quando se divide as empresas por quartil, se chega ao resultado esperado que quanto mais internacionalizada a empresa, mais ela se utiliza destas operações e instrumentos. Além disso, também conclui que o *rating* influencia na utilização destes instrumentos e operações; quanto pior, mais a empresa se utiliza. Isso ocorre quando a métrica é o *rating* nacional, e não foram encontradas fortes evidências em relação ao *rating* estrangeiro.

Palavras chave:

1. Instrumentos híbridos. 2. Operações *off-balance*. 3. *Rating* de crédito. 4. Internacionalização. 5. Transnacionais Brasileiras

## ABSTRACT

This dissertation aims to identify the Brazilian companies' use of off-balance sheet transactions and hybrid instruments. Its main objective is to verify if the transnationality index and the credit rating have any effects over the decision of the companies to make use or not of the mentioned transactions and instruments. For this purpose, we observe financial statements and credit ratings of the companies included in the IBrX-100 index in the last three years (2009, 2010 e 2011). In order to consider the effects of the utilization of the transactions and instruments by the most internationalized companies, we use as a criteria the participation of the companies in the Brazilian transnational companies ranking in the same period aforementioned. The results show that the more internationalized the more sophisticated is a Brazilian company and, as a consequence, these companies use more hybrid instruments and off-balance sheet transactions than the less internationalized companies. The same conclusion is obtained when the companies are divided by quartiles: the more internationalized the company, the more it uses these transactions and instruments. In addition, the results show that the worst the credit rating of a given company, the more it uses these transactions and instruments.

Keywords:

1. Hybrid instruments. 2. Off-balance sheet transactions. 3. Credit rating. 4. Internationalization. 5. Brazilian Transnationals

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Sinais Esperados Para as Variáveis .....	22
Tabela 2 – Resultados do Modelo 1 .....	27
Tabela 3 – Resultados do Modelo 2 .....	28

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	9
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	12
2.1. Utilização de Instrumentos Híbridos e Operações Off-Balance Sheet nas Empresas.....	12
2.2. Gestão Financeira de Empresas Internacionalizadas.....	14
2.3. Efeitos dos Diferentes Ratings de Crédito .....	15
2.4. Especificidades da Literatura .....	16
3. DADOS E METODOLOGIA .....	19
3.1. Amostra e Base de Dados.....	19
3.2. Metodologia .....	20
3.3. Estruturação do Modelo .....	23
4. RESULTADOS.....	27
4.1. Estimação com GT .....	27
4.2. Estimação com Quartis de GT .....	28
4.3. Estimação com Interação entre GT e K Estrangeiro .....	28
4.4. Análise de Resultados .....	29
5. CONCLUSÃO .....	32
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	34



## 1. INTRODUÇÃO

A utilização de operações *off-balance sheet* e de instrumentos híbridos pode ser extremamente vantajosa para empresas, de maneira a otimizar sua capacidade fiscal ou gerenciar seus indicadores financeiros para melhor atender necessidades específicas.

Segundo Tang (2005), alta carga tributária tem como efeito baixo desempenho após os impostos para as empresas e, desta forma, menor vantagem competitiva em virtude do menor fluxo de caixa das empresas e, conseqüentemente, menor retorno do investimento. Assim, dentro do estabelecido pela lei, é intuitivo que os administradores sempre busquem minimizar a carga tributária aplicável às empresas.

Ademais, desde Modigliani e Miller (1963) é sabido que existe valor agregado à dedutibilidade dos juros, e é objetivo das empresas trabalhar neste ponto ótimo, de modo a sempre obter o máximo valor da dedutibilidade de juros, fugindo do menor nível de aproveitamento do *tax shield* que é obtido com 100% de capital próprio – vide Modigliani e Miller (1958) e Miller (1977). Como já estabeleceu Myers (1984), não se sabe a resposta para a pergunta como as empresas escolhem suas estruturas de capital.

Observa Engel, Erickson e Maydew (1999), a utilização de instrumentos híbridos se desenvolveu na década de 90 no mercado estadunidense, com a exploração do tratamento diferenciado dado ao pagamento de juros feitos pelas empresas em decorrência da utilização destes instrumentos. Deste modo, os juros eram ao mesmo tempo tratados como dividendos - segundo aspectos contábeis - e como despesas dedutíveis - de acordo com os aspectos fiscais. Ou seja, estes instrumentos são reportados na seção do mezanino em vez de serem contabilizados como dívida. Mills e Newberry (2005) observam que as operações *off-balance sheet* são usualmente estruturadas de forma que as empresas não reportem nenhuma dívida ou despesas de juros em suas demonstrações financeiras consolidadas, ainda que as despesas de juros sejam deduzidas de suas declarações de impostos.

No mercado de capitais brasileiro não há estimativa concreta da quantidade total destas operações. Contudo, existem alguns indicativos do vigor deste tipo de transação, como é o exemplo das debêntures de infra-estrutura (com tratamento fiscal diferenciado), que tiveram seus parâmetros legais estabelecidos nos últimos meses e, na seqüência, já se verificou a existência de transações.

No Brasil, praticamente a totalidade dos trabalhos prévios que incluíam de alguma maneira instrumentos híbridos e operações *off-balance sheet* concentravam-se nos aspectos de gestão de riscos e adequação de capital, como pode-se observar no trabalho de Lopes, Carvalho e Teixeira (2003). Assim, o presente trabalho contribui para a academia brasileira ao sair do campo específico da gestão de risco.

Portando, o objetivo deste trabalho é identificar a utilização das operações *off-balance sheet* e dos instrumentos híbridos pelas empresas brasileiras, e verificar se o índice de transnacionalidade e o *rating* de crédito influenciam na decisão de utilizar ou não tais operações e instrumentos.

As principais hipóteses são de que as empresas com um nível de sofisticação maior se utilizam mais de instrumentos híbridos e operações *off-balance sheet*; assim, assumimos que quanto mais transnacional a empresa brasileira, mais sofisticada ela é e, por consequência, mais ela se utilizaria desses instrumentos e operações. Já em relação ao *rating* de crédito, a hipótese é a de que quanto pior o *rating*, mais cara seria uma linha de crédito para esta empresa. Isso levaria as companhias a buscar alternativas fora do negócio principal da operação e, conseqüentemente, mais se utilizariam destes instrumentos e operações.

Desta forma, este trabalho pretende contribuir na análise da utilização de instrumentos híbridos e operações *off-balance sheet* pelas empresas brasileiras, verificando se o fato da empresa ser uma transnacional tem influência sobre a decisão de se utilizar destas operações e instrumentos.

O estudo se encontra dividido em cinco seções. Na seção 2 é apresentada uma breve revisão da literatura sobre o tema aqui abordado. Na terceira seção são apresentados os dados utilizados no trabalho e a metodologia de estudo. Na seção 4 são apresentados os resultados obtidos. Por fim, na seção 5 conclui-se o trabalho.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1. Utilização de Instrumentos Híbridos e Operações Off-Balance Sheet nas Empresas

As primeiras pesquisas sobre instrumentos híbridos e *off-balance sheet* tratavam de estruturas para manter as obrigações fora do balanço patrimonial. Exemplos disso são os estudos de Bowman (1980), Imhoff e Thomas (1988) e Ely (1995), os quais focavam nos efeitos do reporte de operações de *leasing*. Posteriormente, seguiram na mesma linha Pollert e Glickman (2002), falando sobre os efeitos dos *leasings* sintéticos, e também Tunnick (2002), o qual afirma que a falência de determinada companhia não a exime das obrigações originadas *off-balance sheet*.

Por sua vez, Shevlin (1987) analisa operações *off-balance sheet* de financiamento no contexto de *partnerships* estabelecidas para pesquisa e desenvolvimento. Beatty, Berger e Magliolo (1995) aprofundam o estudo ao analisar os custos de informação para a empresa ao formar as mencionadas *partnerships*. Por fim, Schackelford e Shevlin (2001) voltam ao tema para uma análise mais detalhada.

No que se refere a instrumentos híbridos, vale mencionar Kimmel & Warfield (1995) que afirmam que a dicotomia na classificação por vezes não reporta adequadamente a substância econômica dos instrumentos híbridos, quais sejam, terem características tanto de dívida quanto de capital. No presente trabalho estas características são realçadas pelo tratamento fiscal, que nos híbridos por vezes é diferente daquele estabelecido em um instrumento análogo que fosse em sua totalidade dívida ou *equity*.

Antes da análise dos instrumentos em si já existiram estudos para verificar quais os efeitos que investidores com tratamento fiscal diferenciado tem sobre determinado ativo; contudo, os trabalhos de Dyvbig e Ross (1986) e Scholes et al (1992) não permite concluir

exatamente os efeitos de investidores taxados diferentemente, ficando como uma questão empírica.

Focando-se nos instrumentos híbridos *per se*, destacam-se os estudos de Poterba (1996) e Mankiw e Poterba (1996) sobre o mercado de *bonds* municipais isentos nos Estados Unidos da América; Guenther (1994), que trata de maneira empírica dos *Treasury bills*; e Erickson e Maydew (1998), estudando os *high-dividend-yield equity securities*). Por fim, a referência no tema é Engel, Erickson e Maydew (1999), os quais concluem que a utilização de instrumentos híbridos efetivamente traz economias para as empresas e reduzem sua carga tributária.

Mills e Newberry (2005) fazem um detalhado estudo sobre as evidências do uso de operações *off-balance sheet* e de instrumentos híbridos nas demonstrações financeiras das empresas. Ao observar as evidências, analisam a influência de fatores tais como os *ratings* de crédito das empresas, seu índice de alavancagem, caixa livre, entre outros, para a utilização das operações e instrumentos.

No Brasil, vale citar o trabalho de Formigoni, Antunes e Paulo (2011), os quais afirmam sobre o *book-tax difference* (BTD) que “...uma parte da literatura sugere que BTD pode indicar *tax management*. A intuição decorrente dessa previsão é que a inconsistência entre a contabilidade financeira e a contabilidade tributária pode ser uma característica do gerenciamento tributário, sendo que o objetivo é reduzir o desembolso financeiro com tributos”. Já Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2011) seguem a mesma linha ao afirmar que o incentivo do gestor é maximizar o lucro contábil da companhia e reduzir o lucro tributável.

Contudo, os estudos no Brasil se focam em gestão de risco, como Lopes, Carvalho e Teixeira (2003), ou ainda em gerenciamento de resultados, como Formigoni, Antunes e Paulo (2011) e como Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2011). Assim, não se pode afirmar que a literatura brasileira chega à mesma conclusão que a literatura estrangeira,

vez que o foco dos estudos pretéritos não Brasil não eram os mesmos daqueles anteriormente citados no exterior.

## **2.2. Gestão Financeira de Empresas Internacionalizadas**

Com o escopo de identificar o comportamento das companhias mais internacionalizadas ao redor do mundo, bem como relacioná-las à sofisticação em sua gestão financeira, este estudo abordou tanto as empresas internacionalizadas quanto os investidores internacionais, vez que o critério de investimento destes últimos muitas vezes ajudam a destacar as empresas mais sofisticadas.

Em primeiro lugar, vale mencionar o estudo de Kwok & Tadesse (2006), no qual eles discorrem sobre as diferenças dos diferentes mercados financeiros, mencionando a existência de mercados baseados em bancos e no mercado de capitais e, como consequência desta diferenciação, há influência sobre a decisão das empresas por atuar ou não em determinado mercado.

Para Piccioni, Sheng e Lora (2012), investidores estrangeiros tem preferência por companhias com listagem internacional, maior cobertura de analistas e mais exportadoras, o que reduziria a assimetria de informação. Esta conclusão está em linha com a premissa de que companhias mais internacionalizadas são mais sofisticadas.

Dois outros trabalhos seguem na linha de que é preferível investir em uma empresa que possuam maior contato com o exterior e, portanto, mais visibilidade e maior sofisticação: tanto para Dahlquist e Robertsson (2001) – ao verificarem este comportamento de investidores estrangeiros ao selecionar artigos suecos entre 1993 e 1997 – quanto para Kang e Stulz (1997) – que concluíram o mesmo ao analisarem o comportamento de investidores estrangeiros para a aquisição de ativos do Japão entre 1975 e 1991.

No tocante à estreita relação que se pode fazer ao afirmar que quanto mais internacionalizada é a empresa mais sofisticada ela é, pode-se afirmar que os autores mais categóricos nesta afirmação são Grinblatt e Keloharju (2000). Segundo eles, não há um *player* mais sofisticado no mercado financeiro que aquele que tem experiência internacional (tanto investidores quanto empresas). Inclusive, fundamentam sua afirmação ao rebater teorias diametralmente opostas. Exemplos desta posição contrária são Brennan e Cao (1997) – os quais afirmam que investidores estrangeiros tem pior retorno porque são menos informados e menos sofisticados que os locais – e Coval e Moskowitz (1999), segundo o qual a proximidade geográfica entre companhias e investidores é mais importante que outros fatores.

Por fim, elucidativo é o trabalho de Bouquet, Morrison e Binkinsaw (2009). Eles tratam daquilo que é denominado “atenção internacional” dada pelos executivos das empresas – mensurada pelo tempo e esforços efetivamente dedicados pelos executivos aos assuntos internacionais de suas empresas; vale ressaltar a diferença da atenção internacional para o *global mindset*, que no entendimento de Levy et al. (2007) é um arcabouço cognitivo que promove a atitude cosmopolita. Segundo aqueles autores, a atenção internacional tem sim relação positiva com a performance das empresas, ou seja, quanto mais internacionalizada ela é, melhores são seus resultados.

### **2.3. Efeitos dos Diferentes Ratings de Crédito**

Em relação ao *rating* de crédito, a literatura já há algum tempo estabelece que ele tem efeito sobre a taxa da dívida, como estabelece Weinstein (1977) ao discorrer sobre os efeitos de um anúncio na mudança de *rating* de crédito no preço de determinado título de dívida. Na sequência, Ederington, Yawitz & Roberts (1987) concluem que há relação positiva entre o *rating* de crédito e o preço dos títulos ao analisarem a relação entre a taxa de juros e o *rating* de crédito.

Ao concluírem que o principal fator que explica o *spread* é o *rating* de crédito, John, Lynch & Puri (2003) avançaram na questão. Obviamente o *rating* não captura tudo,

haja vista as infindáveis variáveis que possivelmente possam existir na constituição de dívidas, como garantias e prazo de vencimento.

No mercado brasileiro existem menos trabalhos que tratam especificamente da relação entre a remuneração e o *rating* de crédito das emissões. Nesta seara, vale mencionar o trabalho de Valle (2002), que verificou a existência de uma correlação negativa entre os *ratings* e o custo de captação das empresas.

No que se refere à diferença de origem entre os ratings de crédito – se nacionais ou internacionais – existe pouca diferença de ordem prática para os spreads de emissões internacionais, conforme Sheng e Saito (2004). Destarte, espera-se a mesma conclusão para o uso de operações *off-balance sheet* e operações estruturadas.

#### **2.4. Especificidades da Literatura**

Na literatura brasileira o trabalho que mais se aproxima do conceito de que quanto mais internacionalizada é uma empresa mais sofisticada é a empresa é o já mencionado trabalho de Piccioni, Sheng e Lora (2012). Não obstante, faz-se necessário o esclarecimento das diferenças entre aquela abordagem e esta. Naquele trabalho o foco é verificar a hipótese de que gestores preferem as companhias que tem maior visibilidade e, assim definem aquelas que listagem internacional, maior cobertura de analistas e fazem parte do setor de exportadores.

Já neste trabalho, o objetivo é verificar a hipótese de que as empresas mais internacionalizadas se utilizam mais de operações *off balance sheet* e de instrumentos híbridos. Para tanto, utiliza-se o índice de transnacionalidade das empresas brasileiras<sup>1</sup>, que considera não apenas se as empresas são exportadoras ou listadas no mercado internacional, mas também qual percentual de receita e de trabalhadores são oriundos do exterior, aspectos de sustentabilidade, gestão de *stakeholders* no exterior, entre outros. Ou

---

<sup>1</sup> No Brasil usualmente publicado pela Fundação Dom Cabral.



seja, uma visão muito mais holística do conceito de transnacionalidade da empresa brasileira.

Segundo Bartlett & Ghoshal (1989), faz-se necessário ressaltar as diferentes estratégias que as empresas podem se utilizar para o avanço em mercados que não o mercado doméstico: a multidoméstica, a global e a transnacional. A primeira foca na competição país a país e enfatiza a segmentação dos mercados estrangeiros tendo em vista suas respectivas fronteiras. Na estratégia global, assume-se total parametrização nos produtos e serviços através dos diferentes mercados. Por fim, a estratégia transnacional pode ser considerada uma híbrida, vez que busca a eficiência global mantendo as peculiaridades de cada país.

O mencionado índice de transnacionalidade das empresas brasileiras foi elaborado em metodologia baseada desenvolvida pela *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD)<sup>2</sup>, utilizada em mais de uma dezena de países. Para Luo & Shenkar (2006), segundo a UNCTAD uma corporação transnacional é aquela que controla ativos de outras entidades em economias que não a sua economia natal, usualmente por possuir certo pedaço do capital daquela entidade. Um pedaço de capital de 10% ou mais das ações com poder de voto é normalmente considerado um *threshold* para o controle de ativos. Vale ressaltar os ensinamentos de Zander & Kogut (1995), segundo os quais as transnacionais mantêm maior integração intra-unidade para conjuntamente explorar os conhecimentos existentes bem como desenvolver novos conhecimentos.

O índice brasileiro se utiliza dos seguintes indicadores das empresas: receitas (receita bruta de subsidiárias no exterior/receitas totais), ativos (valor dos ativos no exterior/valor total dos ativos da empresa) e funcionários (número de funcionários no exterior/número de funcionários total). Para cada um dos indicadores é calculado um índice para, posteriormente, realizar a junção dos três e obter o índice de transnacionalidade de cada empresa.

---

<sup>2</sup> Oficialmente UNCTAD Transnationality Index (UNCTAD TNI)

Deste modo, estabelecendo-se esta clara diferença entre os dois trabalhos, resta claro que o presente tem como intuito avançar na opinião de que quanto mais internacionalizada a empresa, mais sofisticada ela é, e este conceito é muito mais próximo daquele estabelecido por Grinblatt e Keloharlu (2000) do que o defendido por Piccioni, Sheng e Lora (2012).

### 3. DADOS E METODOLOGIA

#### 3.1. Amostra e Base de Dados

A base de dados utilizada no presente estudo foi estruturada com base nos demonstrativos financeiros<sup>3</sup> obtidos junto às empresas de capital aberto com ações registradas no índice IBrX-100 da BOVESPA. O espaço temporal contemplado neste trabalho foi os exercícios sociais de 2009 a 2011, desta forma totalizando três ciclos operacionais completos. Originalmente este estudo planejava utilizar dos últimos cinco anos completos; contudo, verificou-se que muitas das empresas presentes no IBrX-100 não tinham *ratings*, possuíam poucas demonstrações financeiras abertas ou mesmo não existiam nos anos de 2007 e 2008. Assim, para focar nos dados mais relevantes do ponto de vista econométrico, este estudo concentrou-se nos últimos três anos.

Logo após esta primeira triagem, as empresas do setor financeiro, empresas que tem como atividade principal a participação em outras sociedades e aquelas que não tinham suficientes demonstrações financeiras disponibilizadas foram excluídas. Vale dizer que foram utilizados os dados consolidados das empresas e que, quando não disponíveis, foram utilizados os dados da controladora. Ressalta-se que tais critérios de exclusão são usuais na literatura internacional e no Brasil, conforme registra Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2011).

Além do mencionado, para identificar quais as multinacionais brasileiras presentes na amostra este trabalho se baseou no ranking das transnacionais brasileiras e assim se estimando o grau de transnacionalidade (GT). Já para o *ratings* de crédito, foram utilizadas as informações disponíveis na *Bloomberg* para cada empresa e ano. O critério foi utilizar, de acordo com a disponibilidade, o rating estabelecido pela *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*, nesta ordem, para cada um dos anos, tanto para o rating estrangeiro quanto para o nacional.

---

<sup>3</sup> Foi necessário localizar cada uma das notas explicativas das empresas envolvidas neste trabalho para se chegar ao *book-tax difference*, conforme se verifica nas próximas páginas.

A amostra final foi composta pelas informações de 246 balanços e demonstrações de resultados, com o total de 82 empresas para o período estabelecido.

### 3.2. Metodologia

O modelo empírico elaborado para o estudo foi baseado no trabalho de Mills e Newberry (2005). No modelo desenvolvido por elas para o mercado norte americano eram utilizados dados confidenciais da declaração de imposto de renda das empresas, principalmente no tocante à diferença de juros pagos para fins contábeis e os juros assim considerados para fins fiscais, sendo a diferença entre os dois a variável dependente. A variável dependente no modelo de Mills e Newberry (2005) é uma estimativa para a utilização de operações *off-balance sheet* e instrumentos híbridos, vez que ao se analisar as demonstrações financeiras das empresas e se retirar todas as explicações para as diferenças entre os juros pagos para fins contábeis e para fins fiscais, por exclusão as autoras concluem que a diferença ainda existente somente pode ser explicável pela utilização destas operações e instrumentos.

Veza que este dado não está disponível para as companhias brasileiras (haja vista a não abertura das declarações de imposto de renda, diferente do que ocorre no órgão equivalente à receita federal norte-americana), este estudo teve que identificar uma *proxy* para a variável dependente. Após verificar vários trabalhos sobre o mercado brasileiro, aquele que se utilizava da alternativa mais adequada era o estudo de Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2011), o qual estabelece uma metodologia para conhecer a composição da diferença entre os resultados contábeis e os resultados tributáveis (*book-tax difference* – BTB).

Desta forma, como proposto por eles, este estudo analisou as demonstrações financeiras de cada uma das empresas para chegar ao BTB em cada ano proposto. Para tanto, identificou-se a conta resultado antes de impostos (A) de cada uma das empresas. Usualmente este número é obtido dentro das notas explicativas, dentro do item reconciliação da alíquota efetiva do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro. Na sequência, observou-se o valor de imposto de renda e contribuição social corrente (B), que está disponível na demonstração de resultado. Com o intuito de se estimar o lucro real (C), divide-se o valor obtido em B pela

alíquota nominal de imposto de renda e contribuição social - usualmente 34% no Brasil, alíquota que foi ajustada empresa a empresa. Por fim, o BTM é obtido como subtração do valor estimado de lucro real pelo valor obtido na conta resultado antes de impostos. A equação (i) abaixo representa o modelo para obtenção do BTM.

$$\text{BTM} = A - C, \text{ sendo } C = B/34\% \text{ (I)}^4$$

A obtenção de uma *proxy* para a variável dependente faz este estudo voltar a se basear no trabalho de Mills e Newberry (2005), e replicar o modelo empírico estimado por estas autoras de acordo com a realidade brasileira, conforme pode se verificar na tabela 3.1 na sequência.

As primeiras variáveis explicativas utilizadas neste estudo foram os *ratings* de crédito, tanto estrangeiro - conforme explicitado por Mills e Newberry (2005) e Hand, Holthausen e Leftwich (1992) - quanto os *ratings* de crédito nacionais - conforme dicotomia explicitada por Sheng e Saito (2004). Detalhadamente, utilizou-se das três maiores agências de *rating* do mundo, sempre na seguinte ordem (de acordo com a disponibilidade por empresa-ano): *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*. E o *rating* de crédito foi utilizado nas regressões de duas maneiras (sempre aplicável tanto para o *rating* nacional quanto para o estrangeiro): uma aplicando um valor a cada um dos *ratings* de maneira linear (ex: 1 para AAA, 2 para AA, e assim sucessivamente); e outra na qual foram utilizadas *dummies* para cada uma das notas aplicadas pelas agências para as empresas. Contudo, pela não significância estatística deste último método, não se discorre sobre os efeitos destas *dummies* na seção resultados do presente trabalho.

---

<sup>4</sup> Verificar no Anexo I detalhes do método para obtenção do BTM.

**Tabela 1 – Sinais Esperados Para as Variáveis**

A tabela abaixo apresenta a variável dependente, variáveis teste e variáveis controle do estudo. Além da descrição, apresenta os sinais esperados das variáveis segundo a bibliografia anterior (fontes).

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	SINAL ESPERADO	FONTES
Variável Dependente	I BTD Log da variável <i>book-tax difference</i>		Ferreira, Martinez e Passamani (2011).
Variável Teste	re <i>rating</i> de crédito estrangeiro: 0 é o melhor <i>rating</i> , 1 é o segundo melhor e assim sucessivamente	<b>Positivo:</b> empresas com <i>ratings</i> piores obtêm crédito mais caro e, portanto, buscariam mais as alternativas como estes instrumentos e operações	Mills e Newberry (2005); Hand, Holthausen e Leftwich (1992); Sheng e Saito (2004).
Variável Teste	rn <i>rating</i> de crédito nacional: 0 é o melhor <i>rating</i> , 1 é o segundo melhor e assim sucessivamente	<b>Positivo:</b> empresas com <i>ratings</i> piores obtêm crédito mais caro e, portanto, buscariam mais as alternativas como estes instrumentos e operações	Mills e Newberry (2005); Sheng e Saito (2004).
Variável Teste	GT presença no <i>ranking</i> de transnacionalidade (0 não está presente; 1 está presente)	<b>Positivo:</b> empresas presentes no ranking são mais transnacionais e mais sofisticadas.	Mills e Newberry (2005); Piccioni, Sheng e Lora (2011); Grinblatt e Keloharju (2000).
Variável Teste	quartil presença no <i>ranking</i> de transnacionalidade dividido por quartil (1 está no primeiro; 2 está no segundo, e assim sucessivamente)	<b>Negativo:</b> empresas no primeiro quartil são mais sofisticadas que aquelas nos quartis inferiores	Mills e Newberry (2005); Piccioni, Sheng e Lora (2011); Grinblatt e Keloharju (2000).
Variável Teste	K estrangeiro participação de capital estrangeiro na empresas (0 não está presente; 1 está presente)	<b>Positivo:</b> empresas com participação estrangeira seriam mais sofisticadas.	Mills e Newberry (2005); Piccioni, Sheng e Lora (2011); Grinblatt e Keloharju (2000).
Variável Controle	I NOL Log da variável <i>net operating loss</i> (em t-1)	<b>Positivo:</b> quanto maior a perda operacional no período anterior maior incentivo as empresas teriam para se utilizar destas operações e instrumentos	Mills e Newberry (2005); Erickson (1998); Keating e Zimmerman (2000).
Variável Controle	I Ativo Log do ativo das empresas	<b>Positivo:</b> quanto maior a empresa, mais sofisticada.	Mills e Newberry (2005); Myers e Majluf (1984); Breuer (2002).

A segunda variável explicativa é o índice de multinacionalidade. Este ponto é tratado por Piccioni, Sheng e Lora (2012) ao afirmarem que gestores preferem companhias com maior visibilidade, sendo assim definidas aquelas que possuem listagem internacional, maior cobertura de analistas e aquelas que fazem parte do setor de exportadores. Já para Grinblatt e Keloharlu (2000), quanto mais internacionalizada, mais sofisticada é a empresa. Assim, para testar este conceito na realidade brasileira, utilizou-se a presença das empresas no ranking das transnacionais brasileiras, o GT. Deste modo, às empresas presentes no índice em determinado ano foi aplicado o valor 1, e as empresas que não estavam presentes no índice foi aplicado o valor 0. Mais uma vez, a hipótese é de que o quão mais multinacional é a empresa mais sofisticada ela é e, assim, mais se utiliza destas operações e instrumentos. Uma subvariável foi criada para verificar se não apenas a presença no *ranking*, mas também sua posição no *ranking* possuía significância ou não. Assim, foi introduzida a variável quartil, a qual estabelecia que as empresas ausentes no ranking eram 0, aquelas no primeiro quartil eram 1, no segundo 2, e assim sucessivamente até o número 4.

Além disso, foi utilizada uma variável para controlar a diferença do tamanho das empresas – como estabelecido por Mills e Newberry (2005), Myers e Majluf (1984) e Breuer (2002); para tanto, utilizou-se o total do ativo como controle. Por fim, foi utilizada uma variável para mensurar os efeitos das perdas operacionais sobre as empresas, como estabelece Erickson (1998) e Keating e Zimmerman (2000), além de Mills e Newberry (2005). Para mensurá-la, utilizou as perdas operacionais (NOL – *net operating losses*).

Vale ressaltar que não foi utilizada nenhuma variável para a mensuração dos efeitos do regime tributário de transição (RTT) instituído pela Lei n. 11.638/07, vez que a base de dados foi obtida após a aprovação da lei. Ademais, trabalhos anteriores como Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2011) concluíram que não há relação entre o início do RTT e efeitos no BTB.

### **3.3. Estruturação do Modelo**

Como já mencionado no subtópico anterior, as variáveis do modelo aqui proposto seguem o modelo estabelecido por Mills e Newberry (2005), com alguns ajustes para a realidade brasileira.

A primeira diferença, conforme mencionado, é a não utilização da diferença dos juros efetivamente pagos (conforme estabelecido nas demonstrações financeiras das empresas) e os gastos de juros declarados para a autoridade fiscal em virtude da falta de abertura deste último dado pelo fisco brasileiro. Deste modo, utilizou-se o BTB como alternativa.

Outra variável que não era aplicável no caso brasileiro era a *Debt Rating Covenant*. Esta variável consiste em um indicador se as firmas possuem dívidas que tem preço alterado caso o *rating* de crédito caia abaixo de determinado nível. Para elucidar com um exemplo: existem contratos que estabelecem que a empresa remunera aquele que lhe empresta recursos corrigidos por uma *benchmark rate* acrescido de um *spread X*, desde que a citada empresa permaneça com determinado nível de *rating* de crédito; o mesmo contrato pode estabelecer que a referida empresa, caso tenha um *downgrade* em seu nível de crédito, pague a mesma *benchmark rate* acrescida não mais de um *spread X*, mas agora de  $2X$ . Apesar de sua relevância, como atesta Dennis, Nandy e Sharpe (2000), não era possível obter base de dados com estas informações no Brasil e, portanto, não foi utilizada. Entendeu-se que a ausência desta variável específica não compromete os outros resultados obtidos neste trabalho.

Além daquelas citadas acima, existem ainda duas variáveis aplicadas por Mills e Newberry (2005) que não foram utilizadas em virtude de ausência de dados parametrizados com estas informações sobre as companhias brasileiras: o nível de alavancagem parametrizado por segmento da indústria e o percentual de renegociação das dívidas das empresas.

Entende-se que a retirada das variáveis acima mencionadas não prejudica a conclusão do trabalho vez que as variáveis mais relevantes no estudo de Mills e Newberry (2005) ou foram incluídas nos testes, ou foram substituídas por alternativas avaliadas pela literatura.



Os testes foram conduzidos utilizando-se um modelo que relaciona o BTD ao *rating* de crédito de cada uma das empresas, seu índice de multinacionalidade e as variáveis de controle, utilizando do método dos mínimos quadrados generalizados (GLS). Assim, este trabalho estima dois modelos empíricos:

Modelo 1:

$$BT D = c + B^1 re + B^2 rn + B^3 l nol + B^4 l ativo + B^5 gt + B^6 k estrangeiro$$

Modelo 2:

$$BT D = c + B^1 re + B^2 rn + B^3 l nol + B^4 l ativo + B^5 quartil + B^6 k estrangeiro$$

E a utilização dos dois modelos se dá em virtude da busca por um melhor entendimento do nível de internacionalização das empresas brasileiras. Enquanto no primeiro modelo busca-se avaliar se o simples fato de uma empresa brasileira considerada transnacional tem influência no uso destas operações e instrumentos. Contudo, após a formulação desta hipótese, ato contínuo vem o questionamento: em tendo, uma empresa “mais transnacional que outra” se utiliza ainda mais destas operações? Com o intuito de responder este segundo questionamento, se formula a segunda hipótese dividindo-se as empresas transnacionais em quartis, e assim se verifica também esta segunda hipótese. Esta é a razão da existência dos dois modelos.

Nos quais as variáveis são detalhadas da seguinte forma:

Variável Dependente

$$BT D = \textit{book-tax difference}$$

Variáveis Teste

$re$  = *rating* de crédito das empresas brasileiras para emissões de dívidas realizadas no exterior

rn = rating de crédito das empresas brasileiras para emissões de dívidas realizadas no Brasil

GT = *dummy* para a presença ou não das empresas no índice de transnacionalidade, atestando assim o grau de transnacionalidade

k estrangeiro = *dummy* para a presença de capital estrangeiro na composição acionária das empresas

quartil = divide as empresas presentes no índice de transnacionalidade em quartis. As que não estão presentes no ranking tem índice 0

#### Variáveis Controle

l nol = logarítmico das perdas operacionais líquidas (*net operating losses*)

l ativo = logarítmico do total de ativo das empresas.

## 4. RESULTADOS

Nesta seção os resultados referentes à utilização de operações *off balance sheet* e instrumentos híbridos são apresentados. Em virtude da base de dados considerar vários dados de empresas em três anos diferentes, este estudo utiliza-se de painel. Para cada uma das estimações, é realizado o teste de Hausman para verificar se será utilizado o efeito fixo – assumindo que o erro idiossincrático é correlacionado com as variáveis explicativas – ou o efeito aleatório – assumindo a não correlação entre o erro e as variáveis. Vez que nos dois modelos o teste de Hausman teve como resultado mais que 0,1 (0,134 e 0,5247 para os modelos 1 e 2, respectivamente), em ambos foram utilizados testes com efeitos aleatórios.

Como os resultados dos modelos apresentados no item 3.3 tiveram poucas diferenças entre si, esta seção está estruturada da seguinte maneira: apresentação das tabelas de resultado nos itens 4.1 e 4.2 e análise dos resultados no item 4.3.

### 4.1. Estimação com GT

#### **Tabela 2 – Resultados do Modelo 1**

A tabela abaixo apresenta os resultados do modelo 1 descrito no item 3.2 acima, no qual se inclui a *dummy* participação no ranking de transnacionalidade, de acordo com o método GLS. Modelo é o que segue:  $BTD = c + B^1re + B^2rn + B^3lnol + B^4l ativo + B^5GT + B^6k estrangeiro$

*Teste de Hausman = 0,1173. Teste realizado com efeitos aleatórios*

Variável	Coefficiente	Desv Pad	P-Valor	VIF
re	-0,2963783	0,2795282	0,289	3,7
rn	0,5079777	0,1887685	0,007	3,39
lnol	1,011471	0,1737864	0	4,69
l ativo	0,236337	0,1844717	0,2	4,09
GT	1,07626	0,3393378	0,002	1,36
kestrangeiro	0,3640028	0,3298987	0,27	1,08
c	-4,443475	2,771118	0,109	

## 4.2. Estimação com Quartis de GT

**Tabela 3 – Resultados do Modelo 2**

A tabela abaixo apresenta os resultados do modelo 2 descrito no item 3.2 acima, no qual se inclui a *dummy* quartil, a qual estabelece quatro *dummies* para as diferentes posições das empresas em quatro quartis no ranking de transnacionalidade, de acordo com o método GLS. Modelo é o que segue:  $BT D = c + B^1 re + B^2 rn + B^3 l nol + B^4 l ativo + B^5 quartil + B^6 k estrangeiro$

Teste de Hausman = 0,14. Teste realizado com efeitos aleatórios.

Variável	Coeficiente	Desv Pad	P-Valor	VIF
re	-0,2483162	0,292006	0,395	3,71
rn	0,5575137	0,1982826	0,005	3,44
l nol	1,043884	0,1811982	0	4,69
l ativo	0,1592852	0,1914368	0,405	4,07
quartil	0,2170857	0,1259889	0,085	1,32
kestrangeiro	0,2730504	0,3404822	0,423	1,07
c	-4,306257	2,932691	0,142	

## 4.3. Estimação com Interação entre GT e K Estrangeiro

**Tabela 4 – Resultados do Modelo 1 com Interação Entre Variáveis**

A tabela abaixo apresenta os resultados de uma variação do modelo 1, no qual é realizado uma interação entre o grau de transnacionalidade e a presença de capital estrangeiro. Desta forma, a variação do modelo 1 com interação é o que segue:  $BT D = c + B^1 re + B^2 rn + B^3 l nol + B^4 l ativo + B^5 GT + B^6 k estrangeiro + B^7 int$

Teste de Hausman = 0,1357. Teste realizado com efeitos

Variável	Coeficiente	Desv Pad	P-Valor
re	-0,3200934	0,2791637	0,252
rn	0,5020272	0,1875009	0,007
l nol	1,018496	0,1710509	0
l ativo	0,164918	0,1840052	0,37
GT	2,114192	0,7415306	0,004
kestrangeiro	0,1272146	0,3464647	0,713
int1	1,332544	0,8333942	0,11
c	-4,443475	2,771118	0,109

#### 4.4. Análise de Resultados

Antes da análise de resultados *per se*, vale ressaltar que tanto a variável dependente quanto as independentes foram objeto de teste para mensurar sua correlação. Este trabalho buscou tirar as dúvidas em relação à correlação principalmente das variáveis mais próximas entre si (como *rating* nacional e estrangeiro, entre outras), e para tanto se baseou nos estudos de Stewart (1987) e Sengupta & Bhimasankaram (1997) para aplicar o teste de VIF para elucidar a questão. Como se verifica tanto na tabela 4-1 quanto na tabela 4-2, todas as variáveis obtiveram VIF menor que 5, indicando a não correlação entre as variáveis.

A variável *rating* estrangeiro não obteve significância estatística em quaisquer dos modelos; por sua vez a variável *rating* nacional é relevante tanto no modelo 1 quanto no modelo 2. Isso está em linha com a bibliografia, vez que Sheng e Saito (2004) demonstraram a existência de efeitos práticos na diferença entre os *ratings* nacional e estrangeiro. Por sua vez, Mills e Newberry (2005) observaram os efeitos na alteração no *rating* sobre a utilização de instrumentos híbridos e *off-balance*: com o coeficiente positivo, quanto pior o *rating* de crédito, mais as empresas se utilizam destes instrumentos e operações. Na prática, observa-se que as companhias tem este comportamento para manter a classificação daquele instante, buscando diferentes possibilidades para evitar prejuízos que eventual *downgrade* do *rating* de crédito causaria. Em relação a não significância estatística do *rating* estrangeiro, podemos concluir as empresas brasileiras tem como maior foco de preocupação a manutenção o *rating* nacional e que *downgrade* deste indicador seria mais prejudicial do que se ocorresse o mesmo que com o estrangeiro.

Também é significativa a variável *lnol*, com o sinal esperado positivo, como visto em Kate e Zimmerman (2000). Pode-se inferir deste resultado que à partir do momento que a empresa tem perdas operacionais esta se torna bastante mais suscetível à utilização de operações *off-balance* e instrumentos híbridos, haja vista que vários deles se aplicam perfeitamente à estes casos, como é o exemplo da tomada de dívida via emissão de ações preferencias com pagamentos de dividendos isentos de impostos, por exemplo.

Diferentemente de Mills e Newberry (2005) e Breuer (2000), o ativo da empresa não foi estatisticamente significativo nos modelos. Pode-se concluir que no Brasil não necessariamente as maiores empresas são as mais sofisticadas e que mais se utilizam destas operações e instrumentos (como se vê nos trabalhos no exterior); potencialmente este resultado esteja relacionado ao menor dinamismo das grandes empresas estatais (ou de capital misto e controladas pelo estado) que, em virtude do rigor da legislação, tem menor potencial para exercer em sua plenitude todas as estratégias financeiras disponíveis para as empresas privadas.

Por seu turno, a variável *k* estrangeiro resultou como não significativa estatisticamente. Este resultado é diferente daquele obtido por Piccioni, Sheng e Lora (2011), quando analisam investimento feito em empresas mais internacionalizadas. Contudo, não utilizaram exatamente a variável capital estrangeiro como métrica, mas sim se as empresas são exportadoras, se tem exposição ao mercado de capitais internacional e tinham cobertura de analistas. Comparando-se aquele trabalho ao presente, podemos concluir que de fato temos aspectos bastante diferentes: ao se analisar a listagem internacional e se está no setor de exportação, nada há que se comparar se a empresa tem participação estrangeiro no seu capital (que aqui foi utilizada como uma *dummy*; conseqüentemente, 1% de participação ou total controle tiveram o mesmo peso).

Por sua vez, as duas variáveis teste apresentam significância estatística e os resultados esperados conforme a tabela 3-1. Conseqüentemente, conclui-se que tanto o modelo 1 quanto o modelo 2 dá embasamento à hipótese de que quanto mais internacionalizada a empresa mais ela se utiliza de instrumentos híbridos e operações *off-balance*, conforme resultados da variável *gt* na tabela 4-1.

Ademais, os resultados da variável quartil da tabela 4-2 nos permite ir afirmar ainda mais: verifica-se que há fundamentos para a hipótese de quanto mais alta a posição no ranking de transnacionalidade (e conseqüentemente mais sofisticada é a empresa), mais ela se utiliza destes instrumentos e operações.

Por fim, ao analisarmos os resultados do modelo 1 com a variação da interação entre as variáveis GT e kestrangeiro, podemos verificar que os principais resultados obtidos no modelo permanecem, quais sejam, todas as variáveis estatisticamente significantes desta forma permaneceram, além de manterem o sinal. Por sua vez, aquelas que não eram significantes estatisticamente no modelo original também não o são no modelo com interação. Em relação à variável interação em si, esta é não significante estatisticamente.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo conclui que as empresas brasileiras mais internacionalizadas são mais sofisticadas que as menos internacionalizadas e conseqüentemente se utilizam mais de instrumentos híbridos e operações *off-balance*. Esta conclusão está em linha com Grinblatt e Keloharju (2000). Ainda nesta linha, quando se divide as empresas por quartil, se chega ao resultado esperado de que quanto mais internacionalizada a empresa, mais ela se utiliza destas operações e instrumentos. Vale dizer que este ponto não é coberto por Mills e Newberry, vez que elas se utilizam apenas de empresas americanas e não analisam sua composição acionária.

Este trabalho também conclui que o *rating* influencia na utilização destes instrumentos e operações; quanto pior, mais a empresa se utiliza. Isso ocorre quando a métrica é o *rating* nacional, e não foram encontradas fortes evidências em relação ao *rating* estrangeiro. Isso está em linha com Sheng e Saito, que afirmam ter diferença entre nacional e estrangeiro. O coeficiente do *rating* nacional foi positivo como esperado, seguindo a conclusão de Mills e Newberry (2005), ou seja, quanto pior o *rating*, mais as empresas se utilizam destes instrumentos e operações, vez que se esforçam para não cair no limite de *investment grade*.

Em relação às duas variáveis de controle (tamanho do ativo e perdas operacionais) utilizadas por Mills e Newberry, os sinais foram iguais. Contudo, tamanho do ativo foi não significativo, muito provavelmente em virtude da particularidade brasileira de as maiores empresas terem presença de capital estatal e conseqüentemente menor liberdade ao adotar estratégias para o seu gerenciamento financeiro. Já para as perdas operacionais foram exatamente como disposto no trabalho de Mills e Newberry, ou seja, empresas que estão nesta situação se tornam mais tendenciosas a se utilizar de instrumentos e operações.

No que se refere aos instrumentos e operações efetivamente utilizadas pelas empresas, apesar de não se evidenciar nos modelos econométricos, entende-se que as mais utilizadas devam ser aquelas que se aproveitam do modelo brasileiro em que ainda se sobrepõe a forma sobre o conteúdo, em mudança para a forma sobre a substância a passos lentos. Exemplos clássicos são estruturas de pagamento de dividendos via emissão de ações preferenciais e operações de receita isenta baseadas em tratados internacionais de dupla tributação.



A limitação do presente trabalho é claramente a disponibilidade de dados. Para futuras pesquisas, indicamos obter dados de declaração de impostos das empresas; realizar os testes com mais empresas e com diversos critérios de internacionalização; e utilizar vários níveis de composição acionária do capital estrangeiro.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARTLETT, C.A. & GHOSHAL, S. (1989). *Managing Across Borders*. Harvard Business School Press. Boston, MA.

BEATTY, A., BERGER, P., MAGLIOLO, J. (1995). Motives for Forming Research & Development Financing Organizations. *Journal of Accounting and Economics*, v. 19, pp. 411-442.

BOUQUET, C., MORRISON, A. & BIRKINSHAW, J. (2009). International Attention and Multinational Enterprise Performance. *Journal of International Business Studies*, v. 40, n. 1, pp. 108-131.

BOWMAN, R. G. (1980). The Debt Equivalence of Leases: An Empirical Investigation. *The Accounting Review*, v. 55, n. 2, pp. 237-253.

COVAL, J. D. & MOSKOWITZ, T. J. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance*, 54, pp. 2045-2073.

DAHLQUIST, M., ROBERTSSON, G. Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, And Firm Characteristics. *Journal of Financial Economics*, v. 59, pp. 413-440.

DECHOW, P.M., SLOAN, R. G. & SWEENEY, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, vol. 70, nº 2, pp. 193-225.

DENNIS, S., NANDY, D., & SHARPE, I.G. (2000). The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, nº 1, pp. 87-110.

DUNNING, J. H., FUJITA, M., YAKOVA, N. (2007). Some Macro-Data on the Regionalisation/Globalisation Debate: A Comment on the Rugman/Verbeke Analysis. *Journal of International Business Studies*, v. 38, n. 1, pp. 177-199.

DYBVIG, P. H. & ROSS, S. A. (1986). Tax Clienteles and Asset Pricing. *The Journal of Finance*, v. 41, pp. 751-762.

ELY, K. M. (1995). Operating Lease Accounting and the Market's Assessment of Equity Risk. *Journal of Accounting Research*, v. 33, n. 2, pp. 397-415.

ENGEL, E., ERICKSON, M. & MAYDEW, E. (1999). Debt-Equity Hybrid Securities. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n° 2, pp. 249-274.

EDERINGTON, Lois H.; YAWITIZ, Jess B.; ROBERTS, Brian E. (1987). The information content of bond ratings. *The Journal of Financial Research*, v.10, Issue 3, pp.211-227.

FERREIRA, F. R., MARTINEZ, A. L., COSTA, F. M., & PASSAMANI, R. R. (2011). *Book-Tax Differences e Earnings Measurement: Evidências Empíricas no Mercado de Capitais Brasileiro*. XXXV Encontro da ANPAD.

FORMIGONI, H., ANTUNES, M. T., & PAULO, E. (2009). Diferença Entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: Uma Análise Sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. *BBR Brazilian Business Review*, vol.6, pp. 44-61.

GUENTHER, D. A. (1994). The Relation Between Tax Rates and Pre-Tax Returns: Direct Evidences from the 1981 and 1986 Tax Rate Reductions. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, issue 3, pp 379-393.

GRINBLATT, M. & KELOHARJU, M. (2000). The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: a Study of Finland's Unique Data Set. *Journal of Financial Economics*, v. 55, pp. 43-67.

HAND, J. R. M., HOLTHAUSEN, R. W., & LEFTWICH, R. W. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*, vol. 47, n°2, pp. 733-752.

IMHOFF, E.A. & THOMAS, J. K. (1988). Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Chance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 10, n. 4, pp. 277-310.

JOHN, Kose; LYNCH, Anthony W.; PURI, Manju (2003). Credit rating, collateral and loan characteristics: implication for yield. *Journal of Business* v.76, Issue 3, pp .371-410

KANG, J.K., STULZ, R. M. (1997). Why Is There Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. *Journal of Finance Economics*, v. 46, pp. 3-28.

KIMMEL, P. & WARFIELD, T. D. (1995). The Usefulness of Hybrid Security Classifications: Evidence from Redeemable Preferred Stock. *The Accounting Review*, v. 70, n.1, pp. 151-167.

- KWOK, C.C.Y. & TADESSE, S. (2006). National Culture and Financial Systems. *Journal of International Business Studies*, v. 37, n. 2, pp. 227-247.
- LEVY, O., BEECHLER, S., TAYLOR, S. & BOYACIGILLER (2007). What We Talk About When We Talk About “Global Mindset”; Managerial Cognition in Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 38. pp 231-258.
- LOPES, A., CARVALHO, L., & TEIXEIRA, A. (2003). A Abordagem de Shimpi para Gestão de Riscos. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 14, n. 33.
- LUO, Y. & SHENKAR, O. The Multinational Corporation as a Multilingual Community: Language and Organization in a Global Context. *Journal of International Business Studies*, v. 37, n. 3, pp. 321-399.
- MANKIW, N. G., POTERBA, J. M. (1996). Stock Market Yields and the Pricing of Municipal Bonds. *NBER Working Paper*. N. 5607.
- MILLER, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*. v. 32, pp. 261-275.
- MILLS, L. F. & NEWBERRY, K. J. (2005). Firms’ Off-Balance Sheet and Hybrid Debt Financing: Evidence from Their Book-Tax Reporting Differences. *Journal of Accounting Research*. v. 43, 2, Financial Reporting and Capital.
- MILLS, L. F. & NEWBERRY, K. J. (2011). The Influence of Tax and Nontax Cost on Book-Tax Reporting Difference: Public and Private Firms. *The Journal of the American Taxation Association*. v. 23, pp. 1-19.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. v. 48, n. 3, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. v. 53, n. 3, pp. 433-443.
- MYERS, S.C. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, pp. 575-592.

PICCIONI, J. L., SHENG, H. H. & LORA, M. I. (2012). Mutual Fund Managers Stock Preferences in Latin America. *International Review of Financial Analysis*, v. 24, pp. 38-47.

POLLERT, W. & GLICKMAN, E. (2002). Synthetic Leases Under Fire. *Strategic Finance*, pp. 33-35.

SCHOLES, M., WOLFSON, M., ERICKSON, M., MAYDEW, E. & SHEVLIN, T. (1992). Taxes and Business Strategy: A Planning Approach. *Engle-wood Cliff, N.J.:* Prentice-Hall.

SENGUPTA, D. & BHIMASANKARAM, P. On the Roles of Observations in Collinearity in the Linear Model. *Journal of the American Statistical Association*, v. 92, n. 439, pp. 1024-1032.

SHACKELFORD, D. & SHEVLIN, T. (2001). Empirical Tax Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, pp. 321-387.

SHENG, H. H. & SAITO, R. Determinantes de Spread das Debêntures no Mercado Brasileiro. *Revista de Administração –RAUSP*, v. 40, n. 2, pp. 193-205, Universidade de São Paulo. São Paulo, Brasil.

SHEVLIN, T. (1987). Taxes and Off-Balance-Sheet Financing: Research and Development Limited Partnerships. *The Accounting Review*, v. 62, n. 3, pp. 480-509.

SMITHSON, C. W. & CHEW JR., D.H. (1992). The Uses of Hybrid Debt in Managing Corporate Risk. *Journal of Applied Corporate Finance*. v. 4, n. 4, p. 79-89.

STEWART, G. W. (1987). Collinearity and Least Squares Regression. *Statistical Science*, v. 2, n. 1, pp 68-84.

TANG, T. (2005). Book-Tax Differences, a Proxy for Earnings Management and Tax Management - Empirical Evidence from China. *SSRN, The International Journal of Accounting*. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=872389](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=872389)>. Acesso em 21 jul 2012.

TANG, T. & FIRTH, M. (2010). Can Book-Tax Differences Capture Earnings Management and Tax Management? Empirical Evidence from China. *SSRN, The International Journal of Accounting*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1679190>>. Acesso em 10 jun 2012.

TUNNICK, B. (2002). Many Worries for Synthetic Leases: Loans May Be Disguised, but Even Bankruptcy Can't Avoid Them. *The Investment Dealer's Digest*, pp. 11-12.

VALLE, Maurício Ribeiro (2002). Mercado de bonds: risco, rating e custo de captação. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.37, n.2, p.46-56.

WEINSTEIN, M. I. (1977). The effect of a rating change announcement on bond price. *Journal of Financial Economics*, v.5, Issue 3, p.329-350.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory Econometric – A Modern Approach*. IE-Thomson 2003 2a. edição, 2003.

ZANDER, U. & KOGUT, B. (1995). Knowledge and the speed of the transfer and imitation of organizational capabilities. *Organization Science*, pp. 76-92.

## ANEXO I

Parâmetros para a formação do banco de dados<sup>5</sup>:

- 1 – Valor da Conta Resultados Antes da Tributação
- 2 – Alíquota Nominal de IR e CSLL
- 3 – IR e CSLL nominal (item 1 multiplicado pelo item 2)
- 4 – Ajustes de IR e CSLL por diferenças permanentes
- 5 – Adição/Exclusão oriundas de diferenças permanentes (item 4 dividido pelo item 2)
- 6 – IR e CSLL diferida
- 7 – Adição/Exclusão oriundas de diferenças temporárias (item 6 dividido pelo item 2)
- 8 – IR e CSLL corrente
- 9 – Lucro Real (item 8 dividido pelo item 2)
- 10 – Efeitos de IR e CSLL no resultado do exercício (soma dos itens 8 e 6)
- 11 – BTD (item 1 subtraído do item 9)
- 12 – RTT
- 13 - NOL

---

<sup>5</sup> Conforme metodologia de FERREIRA, F. R., MARTINEZ, A. L., COSTA, F. M., & PASSAMANI, R. R. (2011).