

Influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida

Natália Da Silva Schio (Unochapecó) - n.schio@unochapeco.edu.br

Geovanne Dias de Moura (Unochapecó) - geomoura@terra.com.br

Sady Mazzioni (73256650910) - sady@unochapeco.edu.br

Vinícius Costa da Silva Zonatto (UFSM) - viniuzonatto@gmail.com

Neusa Maria Gonçalves Salla (URI Santo Ângelo) - neusalla@san.uri.br

Resumo:

O estudo verificou a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e website da B3. A amostra foi composta por um conjunto de companhias abertas listadas na B3 que apresentavam dados disponíveis para o período de 2011 a 2017. O custo da dívida foi estimado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo financeiro oneroso. Para avaliar o nível de competitividade de mercado utilizou-se como proxy o índice de Herfindahl-Hirschman. Os resultados revelaram que o custo médio da dívida correspondia a 0,2963, condizente com estudos anteriores similares. Quanto ao nível de competitividade, constatou-se predominância de setores que apresentaram concorrência perfeita, mais especificamente, os setores de bens industriais, consumo cíclico, não cíclico, saúde e utilidade pública, cujos índices não ultrapassaram 0,20. Por fim, verificou-se que a competitividade influencia para redução do custo da dívida. O resultado está em consonância com os pressupostos de que a competitividade pode colocar pressão sobre os gestores para atuarem de forma mais correta e confiável, pode afastar empresas ineficientes do mercado, além de contribuir para aumento da evidenciação de informações, ou seja, os financiadores podem reconhecer e valorizar estas características do ambiente e fornecer capital a juros menores. O estudo inova ao relacionar o custo da dívida com um fator ainda não investigado por pesquisadores brasileiros, mas já apontado na literatura internacional, que é a competitividade de mercado.

Palavras-chave: *Competitividade de mercado. Custo da dívida. Companhias abertas.*

Área temática: *Custos aplicados ao setor privado e terceiro setor*

Influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida

Resumo

O estudo verificou a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e website da B3. A amostra foi composta por um conjunto de companhias abertas listadas na B3 que apresentavam dados disponíveis para o período de 2011 a 2017. O custo da dívida foi estimado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo financeiro oneroso. Para avaliar o nível de competitividade de mercado utilizou-se como *proxy* o índice de Herfindahl-Hirschman. Os resultados revelaram que o custo médio da dívida correspondia a 0,2963, condizente com estudos anteriores similares. Quanto ao nível de competitividade, constatou-se predominância de setores que apresentaram concorrência perfeita, mais especificamente, os setores de bens industriais, consumo cíclico, não cíclico, saúde e utilidade pública, cujos índices não ultrapassaram 0,20. Por fim, verificou-se que a competitividade influencia para redução do custo da dívida. O resultado está em consonância com os pressupostos de que a competitividade pode colocar pressão sobre os gestores para atuarem de forma mais correta e confiável, pode afastar empresas ineficientes do mercado, além de contribuir para aumento da evidenciação de informações, ou seja, os financiadores podem reconhecer e valorizar estas características do ambiente e fornecer capital a juros menores. O estudo inova ao relacionar o custo da dívida com um fator ainda não investigado por pesquisadores brasileiros, mas já apontado na literatura internacional, que é a competitividade de mercado.

Palavras-chave: Competitividade de mercado. Custo da dívida. Companhias abertas.

Área Temática: Custos aplicados ao setor privado e terceiro setor.

1 Introdução

Estrutura de capital é um dos temas mais importantes da literatura de finanças e, apesar da discussão ser antiga, continua sendo um tema proeminente em pesquisas nacionais e internacionais (MYERS; ALLEN; BREALEY, 2017). Na estrutura de capital, os recursos oriundos de capitais de terceiros ocorrem sob forma de dívida bancária ou títulos da dívida, debêntures e *bonds*, por exemplo. Os recursos de capitais próprios são originários dos proprietários ou acionistas. Ambas as fontes de financiamento atrelam custos na sua obtenção e, em razão disso, os gestores precisam selecionar a melhor alternativa de financiamento. Nesse caso, a opção que seja menos onerosa para implementação dos projetos (BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

Dentre as duas alternativas, vários autores (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; LANZARIN, 2017) remetem a uma vantagem tributária quando gestores optam por angariar capital de terceiros em detrimento de capitais próprios. Ou seja, há indícios de que a adição de capitais de terceiros à estrutura de capital das organizações pode ser oportuna em função dos benefícios fiscais (BARROS; SILVA; VOESE, 2015). Além disso, as dívidas podem desempenhar um papel de monitoramento interno, pois, as empresas mais alavancadas financeiramente terão um maior acompanhamento por parte de seus credores (GHOUMA; BEN-NASR; YAN, 2018).

Em países com mercado acionário menos desenvolvido, a dívida (capitais de terceiros) representa uma fonte dominante de financiamento, por isso é indispensável para o custeio das atividades empresariais, bem como para a flexibilidade das operações das empresas (VALTA, 2012). Segundo Shailer e Wang (2015), é a principal forma de obtenção de recursos nas empresas de países emergentes, como no caso do Brasil.

Até mesmo as grandes companhias de capital aberto, segundo Houston e James (1996), captam recursos das instituições financeiras. Nini, Smith e Sufi (2009) reafirmaram este achado destacando que 80% de todas as companhias abertas possuem acordos de crédito privado. Em relação aos financiamentos, autores como Caroprezo (2011), Valta (2012), Waisman (2013), Bradley e Chen (2015), Fonseca e Silveira (2016), Lanzarin (2017), Ma, Ma e Tian (2017) e Boubaker, Saffar e Sassi (2018) salientam o elevado significado econômico que representa a investigação acerca dos fatores que podem influenciar no custo da dívida.

Um desses fatores, ainda pouco investigado, mas que também pode impactar no custo da dívida é a competitividade de mercado. De acordo com Valta (2012), as empresas não operam isoladamente e estão sempre realizando interações estratégicas umas com as outras, lutando por clientes e tentando aumentar a participação no mercado. Embora algumas empresas possuam o luxo de operar em ambientes menos competitivos, outras enfrentam concorrência severa. Então, ainda segundo o autor, a competitividade de mercado pode afetar fundamentalmente o funcionamento, as decisões e o risco dos negócios, que por sua vez, impactam no custo da dívida.

Nesse contexto, a pressão observada em ambientes mais competitivos tende a reduzir o poder de mercado das empresas, assim como os lucros, direcionando para um maior risco de falência, o que pode acarretar maiores juros cobrados pelos financiadores de capital (VALTA, 2012). Por outro lado, a competitividade pode colocar pressão sobre os gestores para atuarem de forma mais correta e confiável, pode afastar empresas ineficientes do mercado, além de contribuir para aumento da evidenciação de informações, ou seja, os financiadores podem reconhecer e valorizar estas características do ambiente e fornecer capital a juros menores (WAISMAN, 2013).

Sendo assim, o fator competitividade ainda representa uma lacuna que requer investigações, principalmente no cenário brasileiro. Haja vista que não está claro se a competitividade influencia para aumento ou redução do custo de financiamento da dívida. Diante disso, a questão que orienta a pesquisa é: Qual a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida? Assim, o objetivo geral da pesquisa é verificar a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida.

A pesquisa torna-se relevante por relacionar o custo da dívida com um fator ainda não investigado por pesquisadores brasileiros, mas já apontado na literatura internacional, que é a competitividade de mercado. Por um lado, a competitividade é vista como disciplinadora no processo de tomada de decisão (GIROUD; MILLER, 2010), mas, por outro, pode favorecer o surgimento de assimetria de informações nas empresas (LI, 2010), ou seja, é um assunto que possui diferentes abordagens, na relação com o custo da dívida. Assim, a pesquisa contribui para expandir o conhecimento existente sobre o custo da dívida, além de colaborar na identificação de sua possível inter-relação com um fator ainda não investigado nas companhias abertas brasileiras.

2 Custo de financiamento da dívida

Compreender as decisões de financiamento das empresas, bem como suas motivações e consequências é uma crescente inquietação de pesquisadores e investidores (PASCHOAL, 2018). Em síntese, a estrutura e capital de uma empresa está atrelada a maneira como está

composto seu passivo, ou seja, a maneira pela qual as empresas financiam seus ativos (GALLINA; FERREIRA; ARAÚJO, 2015). Para tanto, pode-se obter recursos por meio de capitais próprios oriundos de acionistas, bem como de capitais de terceiros, que englobam os empréstimos e financiamentos bancários, debentures e *bonds* (ARDALAN, 2017).

A obtenção de novos recursos sempre está atrelada a custos, por isso, na maioria das vezes, a melhor opção tende a ser aquela que está vincula a juros menores (BARROS; SILVA; VOESE, 2015). Nesse sentido, os gestores devem considerar que nenhuma decisão de investimento deve ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento. E, também, uma análise cautelosa antes de escolher entre endividamento e uso de capital próprio (DUARTE; VENTURA JÚNIOR; MARTINS, 2016).

Para Lopo et al. (2001) o custo do capital é representado pela remuneração esperada de credores e acionistas pelos recursos por eles ofertados. O autor salienta ainda que os investimentos realizados mediante captação de recursos devem proporcionar retornos capazes de recuperar tais custos de obtenção, provocando uma geração de valor a empresa. Deste modo, as decisões alusivas a composição da estrutura de capital das empresas, representam peça fundamental no planejamento empresarial (BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

Em relação ao custo de financiamento da dívida, também descrito na literatura como custo de capital de terceiros, custo do endividamento ou custo da dívida, está diretamente ligado às taxas de juros praticadas pelo mercado ou pelo agente financiador. Por sua vez, o agente financiador, a fim de definir a taxa de juros, faz uma análise detalhada das variáveis que podem envolver o negócio (LANZARIN, 2017).

Assim, o custo da dívida pode ser definido como sendo a remuneração dos financiadores externos, isto é, juros e aluguéis pagos pelos tomadores de recursos para a fonte financiadora (LIEDONG; RAJWANI, 2017). Ressalta-se que a dívida é uma das principais fontes de financiamento externo das organizações e crucial para a flexibilidade operacional e desenvolvimento econômico (VALTA, 2012).

Como alternativa menos onerosa de financiamento, alguns autores (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008) aduzem que a escolha de financiamentos mediante capitais de terceiros é mais vantajosa em virtude de possíveis benefícios fiscais gerados pelas despesas financeiras, dedutíveis para cálculo de impostos. Segundo Brealey, Myers e Allen (2008) além dos benefícios fiscais, o uso da dívida auxilia no papel do monitoramento interno, bem como, sinaliza ao mercado a confiança dos credores que concedem financiamentos e empréstimos.

No tocante ao cálculo do custo da dívida, na literatura (LIMA, 2009; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017), a principal fórmula utilizada tem sido a divisão das despesas financeiras pelo passivo oneroso, em que as despesas financeiras são extraídas da demonstração do resultado, e o passivo oneroso da empresa, composto pelas obrigações decorrentes de financiamentos de curto e longo prazo, bem como as debentures de curto e longo prazo.

3 Influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida

A competitividade de mercado acirra a disputa comercial e influencia nas decisões operacionais das empresas. Diversos estudos (GASPAR; MASSA, 2006; HOU; ROBINSON, 2006; IRVINE; PONTIFF, 2009; PERESS, 2010; VALTA, 2012; BOUBAKER; SAFFAR; SASSI, 2018) apresentam evidências de que a competitividade de mercado impacta nos fluxos de caixa, nas escolhas estratégicas, no risco do negócio, bem como no valor das ações. Porém, apesar da relevância do assunto, pouca oferta de literatura é verificada para a relação entre competitividade de mercado e custo da dívida.

Para aferição da competitividade de mercado, a principal *proxy* utilizada tem sido o índice Herfindahl-Hirschman (HHI), que segundo Lijesen (2004), mede a concentração de mercado, ou *market share* de cada empresa, o que permite caracterizar o tipo de concorrência em que as empresas se encontram (VALTA, 2012; WAISMAN, 2013).

Por exemplo, se em um determinado setor existem duas empresas e cada uma possui exatamente 50% das vendas, então o HHI é $(0,5)^2 + (0,5)^2 = 0,5$. Se no setor existem três companhias, uma com 50% e as outras com o restante (25% cada), então o HHI é $(0,5)^2 + (0,25)^2 + (0,25)^2 = 0,375$. Em resumo, quanto menor o índice, maior é a competitividade do setor (LIJESSEN, 2004; BESANKO et al., 2006).

Besanko et al. (2006) apresentam três classificações para os resultados do HHI. De acordo com esses autores, quando os índices estão abaixo de 0,20, a concorrência tende a ser perfeita. Nesse caso, existe um grande número de produtores e consumidores e nenhuma empresa pode, por si só, influenciar o mercado, logo, a intensidade da concorrência pode ser feroz.

A segunda classe, denominada de oligopólio, ocorre quando os índices estão entre 0,20 e 0,60 e, nesta classe, um grupo de empresas promove o domínio de determinada oferta de produtos ou serviços. Portanto, cada uma tem que considerar os comportamentos e as reações das outras quando tomam decisões de mercado. Então, nessa classe, a concorrência pode ser feroz ou leve, dependendo da rivalidade entre as empresas.

Quando os índices são superiores a 0,60, os autores mencionam que se têm a terceira classe, denominada de monopólio, que ocorre a partir do momento em que uma empresa detém o mercado de um determinado produto ou serviço, impondo seus preços. Assim, a intensidade da concorrência costuma ser leve, a não ser que seja ameaçada pela entrada de novas empresas.

Segundo Tirolle (2006) a competitividade induz a uma redução da renda esperada e ao aumento do risco fluxo de caixa, podendo dificultar o pagamento dos financiamentos, razão pela qual os detentores de capital tendem a cobrar maiores juros para compensar o risco de inadimplência. Ainda relacionado a um maior custo da dívida, Verrecchia e Weber (2006) relatam que a competitividade pode intensificar a assimetria informacional, haja vista que as empresas que operam em ambientes mais competitivos estão mais propensas a não divulgarem todas as informações relevantes por temerem que os concorrentes se beneficiem de alguma forma.

De forma similar Lin e Wei (2014) descrevem que empresas atuantes em setores com maior competitividade tendem a ocultar informações estratégicas que caracterizam a vantagem competitiva da empresa, principalmente pela insegurança relacionada a informações específicas que podem ser obtidas pelos concorrentes. Para Boubaker, Saffar e Sassi (2018) a assimetria informacional eleva os incentivos das empresas em esconder informações privadas e consequentemente espera-se um maior custo de financiamento da dívida nas empresas inseridas em ambientes mais competitivos.

Em contraponto a Verrecchia e Weber (2006), Sengupta (1998) argumenta que a medida que aumenta o número de empresas de um determinado setor, aumenta também a transparência informacional, ou seja, a assimetria informacional é reduzida se a competitividade de mercado for maior, o que segundo o autor, pode contribuir para que os financiamentos sejam obtidos com taxas mais favoráveis.

Há ainda evidências na literatura econômica de que a concorrência acirrada no mercado pode influenciar para que os gestores se comportem de maneira mais eficiente (ALLEN; GALE, 2000; WAISMAN, 2013). Um dos motivos desse argumento está embasado no fato de que as forças disciplinares da competição tendem a dispensar imediatamente gestores incompetentes e, assim sendo, as empresas mais bem geridas tem maior probabilidade de conseguir financiamentos com custos menores.

Nessa direção, Hart (1983) afirma que a concorrência exerce pressão sobre os gestores para redução da folga financeira, levando a uma melhora na qualidade da governança, bem como atenuando os problemas de agência ocorridos entre gestores e acionistas. Esse cenário, segundo Hart (1983), faz com que os credores da dívida reconheçam os benefícios e reduzam os custos de financiamentos.

Então, o nível de competitividade de mercado pode ser visto como um importante fator capaz de influenciar no processo gerencial (JAWADI; KHANNICHE, 2012), ou seja, em face da discussão acerca da estrutura de capital, a competitividade pode influenciar no custo de financiamento da dívida.

Na literatura internacional Valta (2012) analisou a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida de companhias abertas americanas no período de 1992 a 2007. Os resultados revelaram que os bancos cobravam juros significativamente superiores para empréstimos de empresas em ambientes mais competitivos. O autor concluiu que os bancos precificavam contratos financeiros levando em conta o risco decorrente da concorrência de mercado.

Por outro lado, Waisman (2013) investigou se a competitividade de mercado exercia um efeito disciplinar capaz de reduzir os custos de empréstimos bancários. A análise foi realizada em uma amostra também composta por companhias abertas americanas, no período de 1990 a 2008. Os resultados demonstraram que a competitividade de mercado influenciava para redução dos custos de empréstimos bancários.

Outra vez, não se verifica unanimidade na relação entre as variáveis estudadas. Porém, acredita-se que no Brasil, por possuir um ambiente institucional mais frágil, caracterizado por um mercado acionário menos ativo e com proteção legal aos direitos de propriedade significativamente inferiores ao de países mais desenvolvidos, a concorrência acirrada no mercado pode influenciar para que os gestores se comportem de maneira mais eficiente (ALLEN; GALE, 2000; WAISMAN, 2013). Nesse contexto, formulou-se a hipótese da pesquisa:

H₁: Há uma relação negativa entre a competitividade de mercado e o custo de financiamento da dívida.

Nessa direção, espera-se que a competitividade de mercado influencie para um menor custo de financiamento da dívida, assim como apontaram os achados de Waisman (2013).

4 Procedimentos metodológicos

Para atingir o objetivo realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e *websites* das companhias. A população é composta pelas companhias abertas listadas na B3. Em razão das peculiaridades do setor, foram excluídas as instituições financeiras, bem como os *outliers* e eventuais companhias que não dispunham de todos os dados necessários para realização da pesquisa. Destarte, a amostra selecionada abrange 2.339 observações, correspondentes a 336 companhias em 2011, 334 em 2012, 324 em 2013, 346 em 2014, 338 em 2015, 332 em 2016 e 329 em 2017.

Então, a pesquisa foi realizada com dados de um período de sete anos (2011 a 2017). Em relação ao período, ressalta-se que a *full* implementação das Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil ocorreu a partir de 2010. Desta forma, para reduzir vieses na pesquisa, optou-se por excluir o ano de 2010, primeiro ano de adoção das normas, visto que o primeiro ano exigiu inúmeras adaptações.

O custo da dívida é estimado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo financeiro oneroso, calculado para cada ano e para cada empresa da amostra. Importante salientar que na variável despesa financeira não estão inclusos os juros sobre capital próprio

(JSCP) e a variável passivo financeiro oneroso engloba todos os financiamentos e empréstimos de curto e longo prazo, bem como as debêntures de curto e longo prazo.

A métrica empregada para obtenção do custo de financiamento da dívida é muito utilizada em estudos nacionais e internacionais. Como exemplos de estudos que utilizaram essa métrica podem ser citados Valta (2012), Waissman (2013), Tanaka (2014), Barros, Silva e Voese (2015), Bradley e Chen (2015), Hashim e Amrah (2016), Ma, Ma e Tian (2017), Lanzarin (2018).

Para avaliar o nível de competitividade de mercado das companhias abertas listadas na B3 utilizou-se como *proxy* o índice de Herfindahl-Hirschman, que mensura a concentração de mercado por meio da soma dos quadrados das parcelas (*market share*) de cada empresa, que segundo Besanko et al. (2015) possibilita caracterizar o tipo de concorrência em que tais empresas se encontram. Esta métrica empregada é observada em diversos estudos, tais como Almeida (2010), Armstrong et al. (2010), Valta (2012), Waissman (2013), Hoberg e Phillips (2016) e Boubaker, Saffar e Sassi (2018).

Visando facilitar a interpretação dos resultados, na análise multivariada, o índice Herfindahl-Hirschman foi multiplicado por -1 (menos um), o mesmo procedimento foi utilizado por Dhaliwal *et al* (2008) e Almeida (2010). Dessa maneira, quanto maior o valor do índice, maior o grau de competição.

As variáveis de controle adotadas, que também são fatores que podem influenciar no custo da dívida, foram: o crescimento da empresa, o desempenho, o endividamento, a idade da empresa e o tamanho da empresa.

a) Crescimento da empresa: empresas com elevado crescimento são consideradas como as mais arriscadas, isso deve-se ao fato de que para manter o nível de crescimento elas tendem a realizar investimentos mais arriscados, ambiente também onde verifica-se maior instabilidade, oscilação nos fluxos de caixa, bem como visualiza-se maior assimetria informacional. O conjunto desses fatores, bem como, a análise deles isoladamente fazem com que estas empresas estejam expostas há um maior risco, que por sua vez induz há um maior custo de endividamento (SHAILER; WANG, 2015; BRADLEY; CHEN, 2015; MA; MA; TIAN, 2017).

b) Desempenho: o ROA é entendido na literatura como uma variável de desempenho, nesse sentido, as empresas com índices mais elevados de ROA, por possuírem maior rentabilidade, tendem a ter facilidade no pagamento de suas dívidas, bem como, apresentam menor risco de inadimplência e conseqüente conseguem angariar recursos no mercado financeiro com menores custos, considerando sua melhor reputação no mercado de crédito (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015; HASHIM; AMRAH, 2016; GHOUMA; BEM-NASR; YAN, 2018; BOUBAKER; SAFFAR; SASSI, 2018).

c) Endividamento da empresa: o risco de *default* é maior em empresas que apresentam maiores índices de endividamento, visto que são consideradas arriscadas pelo mercado. Assim, como forma de garantia e proteção os credores tendem a cobrar maiores juros pela oferta de recursos (VALTA, 2012; WAISMAN, 2013; TANAKA, 2014; BOUBAKER; SAFFAR; SASSI, 2018).

e) Idade da empresa: as empresas que estão no mercado há mais tempo usufruem de solidez financeira, são vistas como confiáveis e gozam de boa reputação. Além disso, empresas mais antigas tendem a ter melhores mecanismos de gestão, que por sua vez, contribuem na relação com os *stakeholders*, bem como na captação recursos com menores custos (BRADLEY; CHEN, 2011; CHEN, 2012; TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015).

f) Tamanho da empresa: empresas maiores possuem maior capacidade de suportar desempenhos negativos e problemas de fluxos de caixa o que as tornam menos propensas a inadimplências. Desta forma, são consideradas menos arriscadas pelo mercado que,

consequentemente, oferta recursos com menores taxas de juros (LIN et al., 2011; VALTA, 2012; WAISMAN, 2013; TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017; BOUBAKER; SAFFAR; SASSI, 2018).

Para identificar o custo de financiamento da dívida e calcular a competitividade de mercado das companhias do período de 2011 a 2017 os dados foram coletados no banco de dados Economatica. No tocante as variáveis de controle, os dados relativos ao “crescimento de vendas”, “retorno sobre os ativos”, “endividamento” e “tamanho da empresa” também foram coletados no banco de dados Economatica. A idade das empresas foi observada nos Formulários de Referência divulgados no website da B3.

Para verificar a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida foi realizada análise de regressão com dados em painel. Em relação aos pressupostos do modelo econométrico utilizado na presente pesquisa, aduz-se que não foi realizado teste de normalidade, considerando o volume de observações em análise, utilizando como premissa o Teorema do Limite Central conforme preconiza Gujarati (2011). Quanto a homocedasticidade, foi aplicado o teste de *Breusch-Pagan*, o qual evidenciou heterocedasticidade dos dados, para tanto elaborou-se a correção pelo método de White (WHITE, 1980).

Como os dados da presente pesquisa é uma *cross-section*, não haveria necessidade de verificação do pressuposto de autocorrelação, todavia, o teste foi realizado. A autocorrelação foi estimada mediante teste de Durbin-Watson, onde estimou-se estatísticas próximas a dois, o que traduz-se em inexistência de autocorrelação.

Por fim, a multicolineariedade dos dados, que ocorre quando duas ou mais variáveis independentes explicam o mesmo fator e que prejudica a habilidade preditiva do modelo mediante distorção dos coeficientes algarues (FÁVERO, 2009), foi verificada mediante testes Tolerance (Tolerância) e VIF (Fator de Inflação da Variância), obtendo-se resultados inferiores a 10 o que remete a inexistência de multicolineariedade.

5 Descrição e análise dos dados

Nesta seção vislumbra-se a descrição e análise dos dados coletados, a priori, evidenciam-se as estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida das companhias da amostra. Posteriormente, apresentam-se as estatísticas descritivas dos indicadores de competitividade. Por fim, apresentam-se os coeficientes das regressões que permitem verificar a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida das companhias abertas que compõem a amostra.

Na Tabela 1 evidenciam-se as estatísticas descritivas (mínimo, máximo, média e desvio padrão) do custo de financiamento da dívida do período de 2011 a 2017.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas do custo de financiamento da dívida do período de 2011 a 2017

Ano	Nº de Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2011	336	0,0002	8,9154	0,2499	0,5603
2012	334	0,0004	5,1028	0,2277	0,4361
2013	324	0,0001	8,7017	0,2515	0,6360
2014	346	0,0001	11,6667	0,2706	0,8123
2015	338	0,0026	7,6678	0,3431	0,7083
2016	332	0,0010	8,9396	0,3923	0,9349
2017	329	0,0004	9,8251	0,3389	0,8883
2011 a 2017	2339	0,0001	11,6667	0,2963	0,1672

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se na Tabela 1, que a média do custo de financiamento da dívida do recorte temporal delimitado remete a 0,2963. Ao analisar os dados de cada ano, é possível perceber que

o indicador médio do custo da dívida, que era de 0,2499 no ano de 2011, reduziu para 0,2277 no ano de 2012. A partir do ano de 2012 o indicador mostrou-se crescente ao longo de todo o período, até atingir 0,3923 no ano de 2016. Todavia, reduziu para 0,3389 no ano de 2017, último ano investigado.

Bonetti (2018) também identificou um indicador de custo da dívida crescente no período de 2012 a 2016 em uma amostra composta por aproximadamente 220 companhias abertas. Segunda a autora, o crescimento do custo da dívida pode ser reflexo da crise financeira que ocorreu no Brasil, principalmente a partir do ano 2010, que tem elevado o nível de endividamento e o risco de inadimplência.

Utilizando a mesma métrica, Barros, Silva e Voese (2015) analisaram o custo do endividamento de 83 companhias abertas no período de 2008 a 2010 e identificaram um indicador médio de 0,26. Fonseca e Silveira (2016) encontraram um indicador médio correspondente a 0,20 em uma amostragem de 230 companhias abertas não financeiras, nos anos de 2010 a 2014.

De modo geral, em literatura convergente com o tema em questão, encontram-se médias semelhantes em diversas pesquisas. Pode-se citar ainda Barros, Koss e Consoni (2017) que encontraram uma média de 0,29, muito semelhante ao observado nesta pesquisa, o resultado deu-se com uma amostra de 57 empresas para os anos de 2010 a 2012. No entanto, cabe destacar que diferenças de resultados podem ser decorrente dos critérios de formação da amostra.

Na Tabela 2, estão descritos os índices de *Herfindahl*, utilizados como *proxy* para competitividade, em seus valores originais.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas da competitividade de mercado do período de 2011 a 2017 conforme setores econômicos da B3

Sector econômico da B3	Média 2011	Média 2012	Média 2013	Média 2014	Média 2015	Média 2016	Média 2017
Bens Industriais	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04
Consumo Cíclico	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04
Consumo Não Cíclico	0,14	0,13	0,15	0,16	0,18	0,16	0,15
Materiais Básicos	0,17	0,18	0,18	0,19	0,20	0,21	0,21
Petróleo, Gás e Biocombustível	0,81	0,79	0,83	0,86	0,86	0,81	0,81
Saúde	0,23	0,15	0,16	0,17	0,16	0,11	0,09
Tecnologia da Informação	0,73	0,45	0,49	0,24	0,31	0,29	0,30
Telecomunicações	0,15	0,18	0,17	0,22	0,26	0,27	0,27
Utilidade Pública	0,07	0,08	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 2, que existe uma predominância de setores que apresentaram concorrência perfeita. Trata-se dos setores de bens industriais, consumo cíclico, não cíclico, saúde e utilidade pública, cujos índices não ultrapassaram 0,20, indicando uma alta competitividade.

Também é possível verificar que, dentre estes cinco setores, em dois deles houve redução do índice, indicando aumento do nível de competitividade. Trata-se do setor de saúde em que o índice reduziu de 0,23 em 2011 para 0,09 em 2017 e do setor de utilidade pública que apresentou redução de 0,07 em 2011 para 0,05 em 2017. Os demais setores, praticamente, se mantiveram estáveis ao longo do período.

É possível perceber, ainda na Tabela 2, que 3 setores apresentam índices entre 0,20 e 0,60 que, de acordo com Besanko et al. (2006), resultam em oligopólios. São os setores de materiais básicos, tecnologia da informação e telecomunicações. Todavia, ocorre uma situação inversa entre eles. Enquanto no setor de tecnologia da informação o nível de competitividade

aumentou consideravelmente, haja vista que o índice reduziu no período, no setor de materiais básicos e de telecomunicações houve uma significativa redução de competitividade, visto que os índices se elevaram.

É possível observar que o setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis se destacou com os maiores índices ao longo de todo o período de 2011 a 2017. Nesse setor, de acordo com a classificação de Besanko et al. (2006), ocorre um monopólio em virtude da alta participação no mercado, exercida por uma empresa. Destaca-se que este foi o único setor econômico que atingiu um índice superior a 0,60 que caracteriza o ambiente de monopólio.

No setor de petróleo, gás e biocombustíveis, ao longo do período investigado, havia um baixo número de empresas que disputavam o mercado, sendo que uma apresentava um ativo total médio no período que equivalia a aproximadamente 80% do setor, indicando que as outras empresas juntas representam apenas 20%. Além disso, é possível perceber que ocorreram poucas alterações no decorrer dos anos.

Na literatura vislumbra-se o trabalho de Moura, Mecking e Scarpin (2013) que analisaram uma amostra de 268 companhias abertas brasileiras no período de 2008 a 2010 e que também identificaram índices que caracterizavam um cenário de concorrência perfeita nos setores de bens industriais, consumo cíclico e não cíclico e no de utilidade pública. Oligopólio no setor de materiais básicos e monopólio no setor de petróleo, gás e biocombustíveis.

Valta (2012) em uma amostra composta por 2.900 companhias americanas, entre 1992 e 2007, encontrou um índice médio de competitividade, mediante utilização do Índice de *Herfindahl-Hirschman*, de 0,06, o que indicou um ambiente de concorrência perfeita, na maioria dos setores. Waissman (2013) analisou uma amostra composta por 1.428 empresas públicas norte-americanas não financeiras durante o período 1990-2008 e encontrou um índice médio de *Herfindahl-Hirschman* equivalente a 0,24, ou seja, está inserido na segunda classe determinada por Besanko et al. (2006), onde há a presença de oligopólios.

Na Tabela 3, apresentam-se os coeficientes das regressões por dados em painel que possibilitaram verificar a influência da competitividade de mercado e das características organizacionais das empresas no custo de financiamento da dívida.

Tabela 3 - Coeficientes da regressão de dados em painel da influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida no período de 2011 a 2017

<i>Variáveis</i>	<i>Variável dependente: Custo_Div</i> <i>(Efeitos Aleatórios)</i>
(Constante)	1,68*
<u><i>Competitividade de mercado</i></u>	
Compet	-0,54**
<u><i>Variáveis de controle</i></u>	
Cresc_Cia	-0,08**
Roa	-0,05
Endiv	-0,02
Idade_Cia	0,03*
Tam_Cia	-0,24*
R ² Overall	0,07
Significância do Modelo	0,00*
Nº de observações	2.339
LM de Breusch-Pagan	0,00*
Teste de Hausman	0,09

* Significativo a 1%; ** Significativo a 5%.

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação aos pressupostos do modelo econométrico, conforme já descrito na seção de metodologia, não foi realizado teste de normalidade, em razão do volume de observações em análise, baseando-se na premissa do Teorema do Limite Central, conforme preconiza Gujarati (2011). Quanto a homocedasticidade, foi aplicado o teste de *Breusch-Pagan*, o qual evidenciou significância abaixo de 0,05 indicando heterocedasticidade dos dados, para tanto elaborou-se a correção pelo método de White (WHITE, 1980).

Como trata-se de uma *cross-section*, não haveria necessidade de verificação do pressuposto de autocorrelação, todavia, o teste foi realizado. A autocorrelação foi estimada mediante teste de Durbin-Watson, onde estimou-se estatísticas próxima a dois, o que se traduz em inexistência de autocorrelação. Por fim, a multicolineariedade dos dados, que ocorre quando duas ou mais variáveis independentes explicam o mesmo fator e que prejudica a habilidade preditiva do modelo mediante distorção dos coeficientes algebrados (FÁVERO, 2009), foi verificada mediante testes Tolerance (Tolerância) e VIF (Fator de Inflação da Variância), obtendo-se resultados inferiores a 10 o que remete a inexistência de multicolineariedade.

Utilizou-se a modelagem em painel de efeitos aleatórios, vez que o teste de *Breusch-Pagan* foi significativo ao nível de 5% e que o posterior teste realizado, teste de *Hausman*, não apresentou significância ao nível de 5%. Logo, o resultado do teste de *Hausman* demonstra que não houve rejeição da hipótese nula e, portanto, o modelo de correção de erros não foi rejeitado, neste caso, o modelo adequado é o aleatório (FÁVERO, 2009). A variação do poder explicativo do modelo, mediante R² Overall, foi equivalente a 7%.

No tocante a competitividade de mercado (Compet), verifica-se na Tabela 3 que o coeficiente foi negativo (-0,54) e significativo ao nível de 5%. Diante da associação negativa e significativa não se rejeita a hipótese H₁ de que há uma relação negativa entre a competitividade de mercado e o custo de financiamento da dívida. Sendo assim pode-se concluir que a competitividade gera influência para um menor custo da dívida, tal resultado assemelha-se ao evidenciado por Waisman (2013). Este autor explica que as forças disciplinares da competição têm a capacidade de remover rapidamente organizações e gestores incompetentes do mercado, favorecendo um ambiente com menor risco e, conseqüentemente, contribuindo para menor custo da dívida.

A relação negativa também pode ser explicada considerando o fato de que a competitividade assegura uma gestão sem desperdícios, o que mitiga os potenciais conflitos de agência que podem contribuir para elevar o custo da dívida (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016).

Quanto as variáveis de controle, nota-se na Tabela 3, coeficientes significativos para o crescimento das companhias, endividamento, idade e tamanho. Não constatando-se relação estatisticamente significativa apenas para a variável de desempenho, medida por meio da rentabilidade dos ativos (ROA).

No caso da variável crescimento, o coeficiente negativo, está em desacordo com abordado por Ma Ma e Tian (2017), Shailer e Wang (2015) e Liedong e Rajwani (2017) de que empresas que se encontram em crescimento estão sujeitas a maior risco e conseqüentemente maiores são os juros bancários.

O endividamento apresentou coeficiente negativo e significativo, indicando que empresas com maiores índices de endividamento tendem a apresentar menor custo da dívida. Uma possível justificativa para este resultado é que a dívida pode funcionar como disciplinadora dos gestores, ou seja, os credores, de modo geral, realizam um maior acompanhamento destas empresas que se tornam mais confiáveis e passam a obter financiamentos a juros menores, conforme mencionam Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018).

A variável idade da companhia mostrou-se positiva e significativa quando relacionada com custo da dívida, então entende-se que empresas que atuam a mais tempo no mercado

apresentam maior custo da dívida. Este resultado é corroborado no estudo de Nardi (2008), que verificou uma correlação positiva entre a idade da companhia e seu custo da dívida.

A última variável de controle da pesquisa é o tamanho, que apresentou coeficiente negativo e significativo, ou seja, empresas maiores possuem menor custo da dívida. Esta constatação também foi verificada na pesquisa de Valle (2007), que argumentou que empresas maiores tem mais facilidade de acesso ao mercado de capitais, bem como, empresas maiores dispõem de mais ativos líquidos que podem ser dados em garantia, o que facilita o crédito e consequente o seu custo. Há também o argumento trazido por Lameira (2012), de que empresas maiores, geralmente, estão associadas a menores riscos, o que se traduz em menor custo na captação de recursos.

Por fim, no tocante ao desempenho, cuja proxy foi o retorno sobre os ativos (ROA), não foi verificada significância no modelo. Contudo, sua relação negativa é condizente com outras pesquisas, tais como de Anderson, Mansi e Reeb (2003), Lin et al. (2011), e Hashim e Amrah (2016). Admite-se que empresas mais lucrativas, por cumprirem com suas obrigações mais facilmente, são vistas como mais confiáveis pelos credores que cobrarão menores juros de financiamento da dívida.

6 Considerações finais

O objetivo do estudo foi verificar a influência da competitividade de mercado no custo de financiamento da dívida. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e websites. A amostra foi composta por 336 companhias em 2011, 334 em 2012, 324 em 2013, 346 em 2014, 338 em 2015, 332 em 2016 e 329 em 2017.

Os resultados revelaram que o custo da dívida sofreu variação de 0,001(mínimo) a 11,667 (máximo), sendo que a média de 0,2963 do período mostrou-se crescente ao longo dos anos (2011-2017), o que também foi evidenciado por Bonetti (2018). Esse resultado também foi similar aos estudos de Barros, Silva e Voese (2015) com média de 0,26, Fonseca e Silveira (2016) com média de 0,20, e Barros, Koss e Consoni (2017) com média de 0,29.

Quanto ao nível de competitividade, pode-se concluir que existe uma predominância de setores que apresentaram concorrência perfeita, mais especificamente, os setores de bens industriais, consumo cíclico, não cíclico, saúde e utilidade pública, cujos índices não ultrapassaram 0,20, indicando uma alta competitividade. Para o setor de saúde e utilidade pública verificou-se redução dos índices, os demais setores, praticamente, se mantiveram estáveis ao longo do período.

Os setores de materiais básicos, tecnologia da informação e telecomunicações apresentam índices entre 0,20 e 0,60 o que é considerado oligopólio, conforme destacado pela literatura. O setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis se destacou com os maiores índices ao longo de todo o período de 2011 a 2017.

Corroborando com esses achados, Moura, Mecking e Scarpin (2013) identificaram índices que caracterizavam um cenário de concorrência perfeita nos setores de bens industriais, consumo cíclico e não cíclico e utilidade pública. Verificaram também oligopólio no setor de materiais básicos e monopólio no setor de petróleo, gás e biocombustíveis. Valta (2012) e Waissman (2013) evidenciaram HHIs médios de 0,006 e 0,240, respectivamente, em seus estudos, o que indicava concorrência perfeita e presença de oligopólios.

Por fim, constatou-se que a variável competitividade de mercado, apresentou coeficientes negativos e significantes, o que permite concluir que o custo da dívida é inferior em ambientes com maior competitividade. Assim, o resultado está em consonância com o de Waissman (2013). Este autor explica que as forças disciplinadoras da competição têm a capacidade de remover rapidamente organizações e gestores incompetentes do mercado,

favorecendo um ambiente com menor risco e, conseqüentemente, contribuindo para menor custo da dívida.

Portanto, no que se refere ao objetivo geral, os resultados demonstraram que a competitividade de mercado influencia para redução do custo da dívida. O presente estudo inova e acrescenta à literatura nacional ao relacionar a competitividade e o custo de financiamento da dívida, tema ainda escasso na literatura nacional e de suma relevância.

Referências

ALLEN, F.; GALE, D. Competition and financial stability. **Journal of money, credit and banking**, p. 453-480, 2004.

ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

ARDALAN, K. Capital structure theory: Reconsidered. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 696-710, 2017.

ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E. JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. J. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, 2010.

BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, 2015.

BARROS, C. M. E.; KOS, S. R.; CONSONI, S.; COLAUTO, R. D. A influência do disclosure voluntário no custo da dívida de financiamentos em empresas listadas na BMFBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 2, p. 334-354, 2017.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SCHAEFER, S. **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BONETTI, A. P. M. **Conselheiros independentes reduzem o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listada na B3**. 2018. 95 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó, 2018.

BOUBAKER, S.; SAFFAR, W.; SASSI, S. Product market competition and debt choice. **Journal of Corporate Finance**, v. 49, p. 204-224, 2018.

BRADLEY, M.; CHEN, D. Does board independence reduce the cost of debt. **Financial Management**, v. 44, n. 1, p. 15-47, 2015.

BREALEY, R. A.; MYERS, S.C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. São Paulo: Ed. Mc GrawvHill, 2008.

CAROPREZO, B. **O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras**. 2011. Tese de Doutorado.

DHALIWAL, D.; HUANG, S.; KHURANA, I. K.; PEREIRA, R. Product market competition and accounting conservatism. Dec. 2008. **Working paper series**. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 12/03/2009.

DUARTE, F. C. L.; VENTURA JÚNIOR, R.; MARTINS, O. S. Custo de capital próprio e transparência dos lucros no mercado brasileiro de capitais. **Revista Base da UNISINOS**, v. 13, n. 4, 2016.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FONSECA, C. C.; SILVIERA, R. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. **REAd**, v. 22, n. 1, p.106-133, 2016.
GALLINA, A. A.; FERREIRA, J. C.; ARAUJO, M. P. **A influência das teorias da agência, trade-off e pecking order no estudo da estrutura de capitais: uma revisão teórica**. In: Conferência Internacional Em Gestão De Negócios, 2015.

GASPAR, J. M.; MASSA, M. Idiosyncratic volatility and product market competition. **The Journal of Business**, v. 79, n. 6, p. 3125-3152, 2006.

GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 67, p. 138-148, 2018.

GIROUD, X.; MUELLER, H. M. Does corporate governance matter in competitive industries? **Journal of Financial Economics**, v. 95, n. 3, p. 312-331, 2010.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre, Bookman, 2011.

HART, O. D. The market mechanism as an incentive scheme. **The Bell Journal of Economics**, p. 366-382, 1983.

HASHIM, H. A.; AMRAH, M. Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman. **Managerial Auditing Journal**, v. 31, n. 3, p. 314-336, 2016.

HOBERG, G.; PHILLIPS, G. Text-based network industries and endogenous product differentiation. **Journal of Political Economy**, v. 124, n. 5, p. 1423-1465, 2016.

HOU, K.; ROBINSON, D. T. Industry concentration and average stock returns. **Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1927-1956, 2006.

IRVINE, P. J.; PONTIFF, J. Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 3, p. 1149-1177, 2008.

JAWADI, F.; KHANNICHE, S. Modeling hedge fund exposure to risk factors. **Economic Modelling**, v. 29, p. 1003-1018, 2012.

LAMEIRA, V. D. J.; NESS JR, W. L.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Sustentabilidade, valor, desempenho e risco no mercado de capitais brasileiro. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013.

LANZARIN, Jovani. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas**. 2017. 92 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó, 2017.

LIEDONG, T. A.; RAJWANI, T. The impact of managerial political ties on corporate governance and debt financing: Evidence from Ghana. **Long Range Planning**, v. 10, n. 1, p.114, 2017.

LJENSEN, M. G. Adjusting the Herfindahl index for close substitutes: an application to pricing in civil aviation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, v. 40, n. 2, p. 123-134, 2004.

LIN, C.; MA, Y.; MALATESTA, P.; XUAN, Y. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1-23, 2011.

LIN, C.; WEI, L. Product market competition and firms' voluntary disclosure behavior: **Evidence from a Quasi-natural Experiment**. 2014.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação × custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.

LOPO, A.; BRITO, L.; SILVA, P. D.; MARTINS, E. Custo de oportunidade, custo de capital, juros sobre o capital próprio, EVA e MVA. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, p. 186-262, 2001.

MA, L.; MA, S.; TIAN, G. Corporate opacity and cost of debt for family firms. **European Accounting Review**, v. 26, n. 1, p. 27-59, 2017.

MOURA, G. D.; MECKING, D. V.; SCARPIN, J. E. Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, 2013.

MYERS, S. C.; ALLEN, F.; BREALEY, R. A. **Principles of Corporate Finance** (Cap. 34, pp. 887-890), 12th ed. New York: McGraw Hill, 2017.

NINI, G.; SMITH, D. C.; SUFI, A. Creditor control rights and firm investment policy. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 3, p. 400-420, 2009.

PASCHOAL, T. B. **Endividamento-alvo ou rating-alvo: o que as empresas objetivam?** 2018. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo, São Paulo, 2018.

PERESS, J. Product market competition, insider trading, and stock market efficiency. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 1, p. 1-43, 2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, oct. 1998.

SHAILER, G; WANG, K. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.

TANAKA, T. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 34, p. 315-335, 2014.

VALTA, P. Competition and the cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 105, n. 3, p. 661-682, 2012.

VERRECCHIA, R. E.; WEBER, J. Redacted disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 4, p. 791-814, 2006.

WAISMAN, M. Product market competition and the cost of bank loans: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4721-4737, 2013.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980.

Congresso Brasileiro de Custos