

4. Banco de Dados e Seleção da Amostra

Foram coletados dados de balanços trimestrais e de retornos diários de 350 empresas brasileiras de capital aberto para o período compreendido de Janeiro de 1997 a Dezembro de 2001. As fontes primárias de dados foram os bancos de dados da Economática e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Além de se tratar de um período onde diversas empresas lançaram ADR's, a escolha deste período também teve como objetivo capturar as alterações ocorridas na legislação societária brasileira entre os anos de 1997 e 1999, oferecendo, assim, oportunidades para se avaliar a relevância de possíveis alterações no conteúdo da lei.

Para a construção da variável de discrepância do poder de voto e propriedade, calculou-se a proporção de ações ordinárias (com direito a voto) que o maior acionista da firma possuía em relação à proporção de suas ações totais (ordinárias mais preferenciais). Como só se observou a forma direta de controle sobre a firma pode se estar cometendo um erro, uma vez que Valadares e Leal (2000) constatam que as concentrações de propriedade diretas e indiretas são muito diferentes para o Brasil.¹⁰ No entanto, se utilizarmos os dados de concentração de propriedade do ano de 1997 deste mesmo estudo, a variável aqui introduzida de discrepância entre o poder de voto e de propriedade do maior acionista é praticamente a mesma, calculando-se tanto pelo método direto ou indireto de detenção de ações ordinárias e preferenciais.¹¹

¹⁰ Enquanto os controladores diretos são os acionistas que possuem ações da empresa em questão, os indiretos são detentores de outras empresas que possuem participação dessa firma. Logo, em última instância, também são proprietários da firma em questão podendo exercer controle indireto sobre a mesma.

¹¹ Das 325 companhias estudadas por Valadares e Leal no ano de 1997, o acionista majoritário detinha, em média, 74% das ações ordinárias da empresa, mas com apenas 51% do capital total. Isto resulta em uma medida de discrepância direta entre poder de voto e propriedade de 1,45. Quando o alvo de estudo foi à concentração indireta de propriedade, os autores constataram que esta é menos acentuada. Nas empresas onde existia um controle indireto, via a posse de mais da metade de seu capital votante, o controlador detinha em média 51% dessas ações e possuía apenas

Objetivando o conhecimento das companhias que auditam as empresas abertas brasileiras, consultou-se o Cadastro Geral da CVM. Construiu-se uma variável que indica se a empresa é auditada por uma companhia do grupo das *big five* ou não. Das 350 empresas de capital aberto, 259 eram auditadas por companhias deste grupo no período de 1997 a 2000. A constatação destes dados nos permite dizer que, caso as auditorias de boa reputação fossem utilizadas para algum tipo de sinalização, estaríamos em algum equilíbrio do tipo *pooling*. Pela quantidade relativa de empresas com auditorias do grupo das *big five* e a sua diversidade perante as práticas de proteção aos minoritários, não podemos dizer que um investidor utilizaria esse fato para distinguir empresas com balanços mais confiáveis. Quando se observa os inquéritos administrativos abertos pela CVM para investigar falhas nos balanços de empresas, não há como dizer que, de fato, as auditorias de boa reputação sejam aquelas nas quais o investidor possa confiar mais.

O banco de dados das empresas brasileiras que já lançaram ADR e seus mais diferentes níveis foi construído através da informação prestada pelo Bank of New York. Desde 1994, 47 empresas já lançaram algum tipo de ADR sendo listadas nas mais diversas bolsas americanas, tais como a OTC, NASDAQ e NYSE. A grande parte dessas empresas (45 de 47) são auditadas por alguma companhia das *big five*. A companhia Suzano de Papel e Celulose foi a primeira empresa brasileira a lançar ADR, sendo que em outubro de 1993 já fazia parte da OTC com ADR de Nível I. Até dezembro de 2001, 19 dessas 47 companhias já haviam adquirido o Nível II e apenas 6 conquistaram o nível mais elevado, ou seja, tinham ADR Nível III. Apesar do número relativamente grande de empresas com ADR's de níveis diferenciados de governança corporativa em dezembro de 2001, até janeiro de 1998 apenas 4 empresas possuíam outros níveis de ADR's que não o de Nível I.

A Tabela 1 traz as principais estatísticas das variáveis utilizadas no estudo proposto na subseção 3.1, ou seja, na estimação da probabilidade de uma firma participar do grupo de menor diluição aos acionistas minoritários em cada período

35% do capital total da empresa. Isto também nos fornece uma discrepância entre poder de voto e propriedade de 1,45.

de análise.¹² Nas duas primeiras colunas podem ser vistas as médias das variáveis em cada grupo, enquanto a terceira coluna apresenta a probabilidade (*p-valor*) destas médias atingirem tais valores caso fossem, de fato, idênticas. Por esta tabela, percebe-se que não há diferença significativa a 5% na média de empresas com ADR Nível I entre os grupos para qualquer período analisado. O mesmo ocorre para a presença de auditorias de boa reputação e para a listagem no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA. Já o lançamento de ADR's Nível II foi feito mais freqüentemente por companhias que diluem menos os seus acionistas minoritários, principalmente para o período mais recente da amostra.

Uma vez que o exercício econométrico formulado na subseção 3.2 propunha o tratamento com retornos de firmas em bolsa, precisou-se selecionar, dentro da amostra de 350 empresas, aquelas que possuíam liquidez e volume em bolsa suficientemente representativos. Para tanto, assim como Johnson et al (2000), utilizou-se o critério do *International Finance Corporation* (IFC) a fim de destacar as empresas mais relevantes em bolsas e na economia de um determinado país.¹³ Segundo esse critério, teríamos 56 empresas brasileiras, mas muitas delas não tinham liquidez em bolsa suficiente para utilizarmos o seu preço como bom indicador econômico de sua performance. Para o estudo de crises, calculou-se a liquidez em bolsa¹⁴ de todas as empresas no trimestre imediatamente anterior a crise, fazendo-se a interseção entre as 70 firmas mais líquidas da BOVESPA com aquelas pertencentes ao índice do IFC. Desta interseção, foi criada a amostra de empresas para cada crise estudada. As principais estatísticas descritivas das variáveis das firmas que fazem parte das amostras de cada crise encontram-se na Tabela 2.

Conforme mencionada na subseção 3.2, a abordagem econométrica que se seguirá para a mensuração do impacto de práticas diferenciadas de governança

¹² A divisão proposta para o período teve como objetivo estabelecer uma fonte de comparação, ao longo do tempo, dos coeficientes estimados. Ao englobar-se 4 anos juntos, como por exemplo no período de 1997 a 2000, tentou-se evitar problemas decorrentes de uma grande volatilidade dos *payouts* encontrada entre os anos. Através deste tipo de construção, estaremos trabalhando com o *payout* médio do período.

¹³ Mais especificamente, utilizaram-se as empresas que faziam parte do International Finance Corporation Global Index.

¹⁴ Utilizou-se uma medida de liquidez em bolsa fornecida pela Económica. Esta medida leva em consideração os seguintes itens: (a) o número de dias no período em que se teve pelo menos um negócio com a ação da firma; (b) o número de negócios e o volume em dinheiro com os papéis da

sobre os retornos das empresas deverá ser feita para períodos de choques inesperados de retornos. Diante disso, como um dos aspectos de maior importância, surge a necessidade de se obter uma metodologia para seleção dos períodos de crise. Nos artigos de Mitton (2002) e de Lemmon e Lins (2001), a única crise analisada foi a asiática e esta foi periodizada pelos autores de julho de 1997 a agosto de 1998. A metodologia adotada por estes dois artigos foi baseada na observação da evolução dos índices das bolsas dos países asiáticos próxima aos dias em que se deflagraram notícias frequentemente associadas com o início e o fim da crise asiática. O momento em que houve uma queda abrupta do mercado acionário foi estipulado como o de início da crise e quando o índice do mercado voltou a ser estabilizar em outro patamar, configurou-se o fim da crise.

Essa mesma metodologia foi utilizada nesta dissertação, mas a determinação exata das datas de início e de fim das crises nesse processo é, sem dúvidas, subjetiva, uma vez que notícias e fatos que caracterizam qualquer crise se sucedem por vários dias. Para testar a robustez da escolha dessas datas, estimou-se a mesma regressão para datas próximas daquelas escolhidas como as de início e término de cada crise, ampliando-se ou reduzindo-se a janela observada. Estes resultados não são reportados por este trabalho, mas apesar das magnitudes dos coeficientes estimados serem sensíveis à janela escolhida, os seus sinais e os níveis de significância mostraram-se robustos a tais modificações.

Mais do que uma boa delimitação do período de crise, é de fundamental importância para a coerência do modelo que esta seja inesperada. Para tanto, destacaram-se 3 choques internacionais de grandes proporções para a mudança da lucratividade esperada do mercado internacional e brasileiro. Estes estão indicados no Gráfico 1 e são conhecidos por: Crise Asiática (julho de 1997 a agosto de 1998), Desvalorização do Real (janeiro de 1999 a janeiro de 2000) e Crise de 11 de Setembro (setembro de 2001).