

## 5. Resultados

### 5.1 Diluição dos acionistas minoritários

Conforme mencionado na subseção 3.1, três períodos foram selecionados para a conduta da firma em relação à diluição de seus acionistas minoritários: de 1997 a 2000, de 1998 a 2000 e de 1999 a 2000. Os resultados da estimação de um modelo Probit para a probabilidade de uma firma pertencer ao grupo de menor diluição encontram-se na Tabela 3. Com a inclusão desta dimensão temporal, pretendeu-se verificar as possíveis mudanças, ao longo do tempo, no comportamento da firma em função das suas variáveis de governança corporativa. Devido aos problemas de falta de observação para todas as variáveis, a amostra foi reduzida de acordo com a disponibilidade destas informações, tendo-se, em média, um número de 180 empresas em cada estimação.

Como podemos observar na Tabela 3, para os períodos mais recentes, a listagem da firma no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA afetou significativamente a probabilidade da firma pertencer ao grupo de menor diluição (Grupo II). O fato deste coeficiente estimado ser significativo apenas para o período mais recente demonstra que a listagem diferenciada da BOVESPA estaria capturando características mais favoráveis às boas práticas de governança corporativa justamente no período mais próximo à assinatura deste contrato. Como no período em que foi feita esta análise tal contrato ainda não existia, não podemos afirmar se este foi determinante para o comportamento da firma em diluir mais ou menos seus acionistas minoritários. No entanto, foram encontradas evidências de que as empresas que optaram pela inclusão nesta bolsa diferenciada da BOVESPA já possuíam melhores características relacionadas a sua conduta para distribuição de recursos entre seus acionistas minoritários.

Em relação à listagem em bolsas americanas e ao nível de comprometimento firmado, a evidência empírica também confirmou a relevância deste tipo de contrato. Os coeficientes estimados para as empresas que possuíam ADR Nível II foram todos significantes e mais uma vez foram mais expressivos para o período recente. Conforme descrita na subseção 2.1, a listagem de ADR Nível II conta com requisitos de governança corporativa não existentes no lançamento de Nível I, tais como a adoção do USGAAP, a imposição da regulação da S.E.C e de outras regras de transparência e governança impostas pelas próprias bolsas americanas.

Em relação as ADR's de Nível I, podemos analisá-las indiretamente. Segundo revela a Tabela 1 (descrita na seção 4), basicamente não existe diferença significativa na média de empresas com ADR que fazem parte dos Grupos I e II e controlando-se por todas as outras variáveis o efeito pareceu ser insignificante. A probabilidade (*p-valor*) das médias serem iguais é significativa a 5% para todos os períodos. Pela própria construção dessas variáveis dummies, a variável indicadora ADR englobou todas as empresas que já haviam lançado ADR enquanto que a *dummie* ADR Nível II apenas diferenciou as firmas com esse tipo de contrato. Assim, o sinal insignificante da variável ADR indica que o lançamento de ADR apenas no Nível I pareceu não afetar de modo significativo a participação de empresas no grupo de maior proteção aos acionistas minoritários.<sup>15</sup>

Pôde-se, então, concluir que um contrato privado com regras claras de governança e transparência afetou significativamente a conduta da firma em relação aos seus acionistas minoritários, enquanto a simples presença da empresa no mercado americano sem a imposição de regras mais rígidas não pareceu ser eficaz neste sentido. Isso ratifica, em termos de dados brasileiros, a evidência da literatura descrita na seção 1. De acordo com os estudos de Miller (1999) e Reese e Weisbach (2002) os ganhos na listagem de ADR em termos de governança corporativa são dependentes do nível de ADR utilizado, sendo esses inexistentes para ADR Nível I e significativos para o Nível II.

Em relação à presença de uma auditoria de boa reputação, esta não demonstrou poder impactar a probabilidade da firma participar do grupo de

melhor proteção aos acionistas minoritários. Pela Tabela 3, constata-se que durante o período de 1999 a 2000 a presença das auditorias de boa reputação acabou até por aumentar a probabilidade da firma fazer parte do Grupo I, ou seja, foi indicativo de uma pior conduta em relação aos minoritários. A falta de relação ou até mesmo o efeito inverso entre a conduta da firma e a escolha de auditorias de boa reputação pode ser um indicativo que este mecanismo de sinalização da transparência e da confiabilidade dos balanços não é revelador de empresas de melhor governança. Diante das lacunas jurídicas da legislação societária e da fragilidade das normas contábeis brasileiras, qualquer grande empresa, independentemente de seu tipo de conduta, poderia escolher, se assim desejasse, ser auditada por companhias *big five*. A consequência imediata desse tipo de equilíbrio *pooling* é que empresas com melhores práticas de governança deveriam promover o seu comprometimento através de outros tipos de contratos que impusessem regras mais rígidas. Por exigir outros métodos de divulgação de balanços e de transparência da firma, o lançamento de ADR Nível II poderia ser, por exemplo, um mecanismo alternativo à empresa.

Também se constatou que, para os períodos que englobam os anos de 1997 e 1998, as empresas com maior discrepância entre o poder de voto e propriedade participaram mais fortemente do grupo que diluiu mais os acionistas minoritários. Essa evidência empírica é coerente com a discussão feita anteriormente. Nas empresas nas quais o incentivo do controlador esteve mais desalinhado com o dos demais acionistas (por exemplo, via desejo de aumentar o prêmio de controle da empresa), encontrou-se uma maior diluição imposta aos minoritários. Note, entretanto, que apenas para o período mais recente esta variável foi estimada insignificante, o que também é consistente com as alterações ocorridas na regulamentação da CVM a partir de 1999. Examinando-se também a Tabela 1, podemos observar que a média da variável de discrepância é relativamente mais próxima entre os dois grupos para os anos de 1999 a 2000.

Conforme já discutido, em virtude dos projetos de privatizações em 1997, o governo diminuiu o benefício dos acionistas minoritários nas vendas envolvendo blocos de controle da firma. No entanto em 1999, as regras foram

---

<sup>15</sup> Ressalta-se, novamente, que não existem empresas com ADR's Nível III para essa amostra.

novamente alteradas para recompor a piora promovida anteriormente. O que podemos constatar empiricamente foi que o efeito da discrepância entre o poder de voto e propriedade do controlador só foi significativo quando adicionamos os anos de 1997 e 1998, justamente quando a legislação em vigor era mais fraca em relação aos deveres do controlador em relação aos acionistas minoritários. Deste modo, essa evidência também corrobora a idéia de que a lei também importa, afetando a decisão da firma em proteger melhor os interesses dos seus acionistas minoritários. Portanto, este argumento serve de respaldo empírico para a discussão feita anteriormente sobre a necessidade de uma convergência legal para padrões mais rígidos de proteção.

Algumas variáveis de controle demonstraram ser, de fato, importantes para a análise. Empresas maiores e cujo lucro do período foi mais expressivo tenderam a participar mais fortemente do grupo que dilui menos seus acionistas minoritários. Isto corrobora a idéia de que seja mais fácil que grandes empresas distribuam um percentual maior dos seus lucros quando esses são relativamente fartos, ou seja, quando o que restar para a empresa também for relativamente mais significativo para suas novas decisões de investimento. Para o período menos recente, a variável de alavancagem da firma pareceu afetar a sua inclusão no Grupo I, ou seja, naquele que dilui mais os seus acionistas. Este poderia ser um indício de que tal variável sinalizaria outras características das firmas ligadas a sua pior governança, conforme também existe alguma evidência na literatura. No entanto, poderia ser apenas uma decorrência do fato de empresas mais endividadas terem menor financiamento por ações e conseqüentemente menos dividendos a serem distribuídos.

Para demonstrar a robustez desses resultados, estimou-se o mesmo Probit excluindo as variáveis indicativas de ADR e de Nível 1 de Governança Corporativa. Os resultados encontram-se nos Painéis C e D, onde podemos constatar que não houve grandes alterações nos resultados discutidos anteriormente.

## 5.2 Performance das Firms em Choques de Retorno

### 5.2.1 Crise Asiática

Similarmente aos outros artigos descritos na subseção 4.2, o período analisado para crise asiática compreendeu os meses de julho de 1997 a agosto 1998. Na Tabela 4 encontram-se os coeficientes estimados e seus respectivos p-valores para diversas regressões, cuja principal diferença está nas variáveis incluídas como regressores.

Os coeficientes estimados para as empresas que possuíam ADR foram consistentes com a premissa, discutida anteriormente, de maior contágio sofrido por esses papéis em épocas de crises internacionais. Em momentos como este, tais papéis são os primeiros a serem vendidos pelos investidores internacionais que desejam se desfazer de sua posição em países emergentes. Em vista disso, o sinal negativo do coeficiente estimado da variável *ADR* é consistente. Quando incluída a variável *ADR níveis II e III*, representativa da importância dos contratos privados de melhor governança, esta não teve seu coeficiente significativo. No entanto, conforme a Tabela 2 aponta, apenas 2 empresas possuíam este nível diferenciado de ADR na amostra em questão, o que pode ter afetado a qualidade da estimação.

Consistentemente com Johnson et al (2000), empresas com piores características de governança obtiveram pior desempenho. Pelas regressões (i), (ii) e (iii) podemos observar que quanto mais discrepante era a estrutura de concentração de direito de voto em relação ao de propriedade, pior foi o retorno relativo da firma. Tal resultado ratifica a evidência da subseção 3.1, na qual esta variável também se mostrou significativa para a conduta da firma em relação aos seus acionistas minoritários. Mais ainda, pelo fato da Crise Asiática se enquadrar no período no qual a legislação societária brasileira esteve fragilizada, corroborase a evidência em relação à importância da lei em momentos extremos, como o vivenciado diante de um choque tão brutal de retorno.

Em relação ao *payout*, ainda nessas equações, para cada 1% dos lucros distribuídos pelas empresas no exercício anterior, o seu retorno na crise teria sido

maior em cerca de 1%, observando as três primeiras regressões. As empresas que diluíram menos os seus acionistas minoritários no período anterior à crise seriam aquelas que contariam com melhor estrutura de governança, encontrando-se, assim, mais uma evidência de um impacto positivo em seu retorno relativo. Este resultado, mais uma vez, ratifica as implicações do modelo de Johnson et al (2000) aplicado para as empresas brasileiras. Note que este resultado não parece ser robusto quando analisamos as demais regressões, no entanto, deve-se ressaltar que nestas foram adicionadas 3 variáveis explicativas não significantes e o número de observações também sofreu redução.

A variável que mede a liquidez da ação em bolsa apresentou sinal positivo e também significativa nas regressões (i) e (ii). Isto comprova a idéia de que papéis mais líquidos domesticamente sofram menos com grandes movimentos de compras e vendas característicos de períodos de alta turbulência. Este resultado poderia levar a interpretação de que, ao contrário do efeito da liquidez externa, via presença de ADR, contribuir para o aumento da volatilidade dos retornos das firmas, a liquidez interna caminharia no sentido de diminuir a volatilidade dos retornos. Outro resultado encontrado foi de que ao contrário da idéia comum de que empresas com maior alavancagem têm pior retorno em épocas de crise, o sinal encontrado para o coeficiente associado a essa variável foi positivo e significativo.

Todas as demais regressões, (iv), (v), (vi) e (vii), foram utilizadas como testes adicionais para a robustez das estimações diante da possibilidade das variáveis fundamentalistas afetarem o retorno esperado das firmas. Os resultados encontrados são de que esses fatores adicionais são insignificantes na regressão, sendo apenas o beta do CAPM relevante para a explicação da diferença de retornos relativos. Todas as regressões indicaram que as empresas que detinham um beta maior nesse período obtiveram um pior desempenho relativo, consistentemente com a queda sofrida pelo portfólio do mercado. Em suma, quando se adicionaram as variáveis do modelo relacionadas a governança corporativa, observou-se nas regressões (i), (ii) e (iii) que estas possuem poder explicativo para outros aspectos do retorno das empresas em épocas de crise que não o do modelo padrão do CAPM.

### 5.2.2 Desvalorização do Real

O choque da desvalorização do Real em 13 de janeiro de 1999 foi responsável por uma maior perspectiva de lucros futuros para as empresas devido aos ganhos de competitividade advindos do fim do regime cambial anterior. Embora o mercado já estivesse trabalhando com a expectativa de mudanças do regime cambial, a data certa deste evento e o relativo sucesso da economia brasileira na sua recuperação foram surpreendentes diante da experiência de outros países que sofreram o mesmo trauma da desvalorização.

O estudo de um choque positivo de retorno no contexto do modelo de Johnson et al (2000) é inédito<sup>16</sup> e possibilita testar a robustez da hipótese de que os contratos privados para boas práticas de governança seriam menos preciosos em momentos de expansão do mercado. Ao contrário da crise asiática, o modelo de Johnson et al (2000) prevê que em choques positivos, como a da desvalorização do Real, o desalinhamento de incentivos entre o controlador da firma e os demais acionistas seja menor, sendo assim marginalmente favorecidas as empresas com pior estrutura de governança corporativa.

As regressões apresentadas na Tabela 5 apontam para a verificação empírica da afirmação feita acima. As variáveis de governança corporativa apontam um retorno menor para as empresas que tinham melhor postura em relação aos seus acionistas minoritários. Pela equação (v), as empresas que diluíam menos os seus acionistas minoritários, isto é, tinham um maior *payout*, obtiveram um retorno menor de 16% para cada 1% adicional de lucro distribuído. Para todas as demais regressões estimadas, essa variável continuou negativa e significativa.

Contrariamente ao período do choque negativo, a variável que indica a discrepância entre o poder de voto e propriedade teve coeficiente positivo e significativo em todas as regressões. Esse sinal positivo indica que as empresas obtiveram um retorno relativo maior quando também era maior o conflito de interesses entre o controlador e os investidores. Ao encontrarmos um prêmio

---

<sup>16</sup> O autor não encontrou este tipo de teste na literatura existente.

positivo para as empresas com maiores conflitos de interesses entre o controlador e os demais acionistas, pode-se estar constatando que antes do choque positivo, responsável por um realinhamento desses interesses, o mercado descontava significativamente a possibilidade de extração de benefícios privados destas firmas, expectativa esta que foi revertida quando do choque positivo.

O efeito ADR sobre o retorno relativo das empresas também teve sinal contrário ao encontrado na Crise Asiática. Por estarem mais expostas aos investidores estrangeiros, empresas que estavam listadas em alguma bolsa americana tiveram um patamar de retorno significativamente superior ao das firmas que só estavam listadas no Brasil. Em momentos de euforia dos investidores internacionais em relação a performance das firmas brasileiras, a alta liquidez das empresas com ADR's pressionou o seu preço para cima, uma vez que o custo de transação desses papéis seria menor para este tipo de investidor. Analogamente à Crise Asiática, quando incluída a variável *ADR níveis II e III*, que seria representativa da importância dos contratos privados de melhor governança, esta não teve sinal significante. Assim como na Crise Asiática, apenas 2 empresas da amostra em questão possuíam algum nível diferenciado de ADR.

Ao examinar os resultados de dois choques de retorno, um negativo e outro positivo, observa-se como resultado empírico robusto o fato das variáveis de boa governança corporativa diminuírem a volatilidade dos retornos das firmas. Na Crise Asiática, marcada por um momento de contração da economia como um todo, as variáveis que indicavam melhores práticas de governança (maior *payot* e menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista da firma) foram responsáveis por um desempenho relativo melhor. Já na Desvalorização do Real, marcada por um *boom* no mercado acionário, estas mesmas boas características das firmas lhes renderam uma performance relativa pior.

Nota-se, também, que as variáveis fundamentalistas demonstraram ter alguma importância para a explicação dos retornos das firmas nesse período da Desvalorização do Real, como confirmam os resultados das regressões (iii), (iv) e (v). Além disso, firmas maiores e menos alavancadas obtiveram um desempenho relativo pior.



### 5.2.3 Crise de 11 de Setembro

A crise de 11 de Setembro de 2001, deflagrada por uma série de atentados terroristas contra os Estados Unidos, foi, indubitavelmente, um evento totalmente inesperado e relevante para o retorno dos mercados de capitais. Adicionalmente, por se tratar de um período onde a BOVESPA já havia selecionado as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa, podemos testar o efeito diferenciado deste contrato privado para melhores práticas de transparência e governança das firmas.

Os principais resultados das estimações encontram-se na Tabela 6, cuja principal novidade em relação as anteriores é justamente a presença da variável *Nível 1 de Governança Corporativa* que indica o valor de 1 caso a empresa faça parte desse grupo diferenciado da BOVESPA e assume o valor 0 em caso contrário. Em todas as regressões estimadas, o efeito da variável *Beta do CAPM* foi insignificante, destacando-se, no entanto, a importância da variável fundamentalista *Índice Valor Patrimonial/Preço*.

Assim com na Crise Asiática, as empresas que possuíam ADR, por estarem mais expostas ao investidor internacional, também apresentaram um piso de retorno relativo inferior neste momento de crise. No entanto, podemos encontrar um sinal significativo para as empresas que possuíam ADR Nível II ou III, ou seja, que realmente estavam diante de um contrato para melhores práticas de governança corporativa. Conforme a Tabela 2 informa, havia 11 empresas com este nível diferenciado de ADR para essa crise, o que permitiu uma estimação mais eficiente. A Tabela 6 demonstra que a presença de uma empresa brasileira listada em alguma bolsa americana com padrões mais rígidos de governança corporativa rendeu um desempenho superior de cerca de 7% no período.

Diante desta perspectiva e dos resultados dos três choques estudados, não seria correto afirmar que o efeito da listagem de ADR's Nível I seria o de aumentar a transparência da firma. Portanto, também não poderíamos transladar o resultado de Mitton (2002) para o Brasil, uma vez que das 40 observações de empresas com ADR enquadradas como sendo de melhor transparência no estudo de Mitton (2002) apenas 5 possuíam ADR que não de Nível I. Em vista disto e dos dois efeitos (contrários) encontrados na listagem de ADR, um de governança corporativa e outro de exposição aos investidores externos, o resultado obtido por

esta dissertação proporciona um melhor entendimento dos impactos que a presença de ADR's pode ter para firmas brasileiras em momentos de choques de retorno.

A possibilidade de se utilizar a variável *Nível 1 de Governança Corporativa* apenas confirmou o efeito encontrado sobre a importância deste tipo de contrato em momentos de crise. Empresas detentoras desse tipo de contrato para melhores práticas de governança tiveram um retorno superior de aproximadamente 6%. Isso serviria como um bom indício para a BOVESPA confirmar a efetividade de suas regras diferenciadas. Também seria indicativo de que o fato deste contrato não ter garantias da legislação americana, como os de ADR's, não teria sido prejudicial para a sua efetividade prática.

A variável de discrepância entre poder de voto do controlador em relação ao seu poder de propriedade da firma, apesar de sempre com sinal consistente com o modelo, mostrou-se insignificante. Assim como o resultado da subseção 3.1 para o período mais recente apontou, isto mais uma vez é coerente com a mudança ocorrida na legislação societária brasileira a partir da Instrução 299 da CVM que, já em vigor nesse período, reduziu os benefícios dos controladores no processo de alienação do controle, além de promover melhorias no direito de recesso dos acionistas minoritários. Diante de uma legislação menos fragilizada, a relevância dessa variável foi diminuída.

Por fim, para apenas esse choque, o *payout* não apresentou indícios significativos de seu impacto sobre a performance diferenciada das firmas. As outras variáveis de controle, tais como *Tamanho da Firma*, *Alavancagem* e *Liquidez* também não se mostraram relevantes na determinação dos retornos para a amostra em questão.