



**Gabriel Srour**

**Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa:**

*Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Economia do Departamento de Economia da PUC-Rio.

Orientador: Walter Novaes

Rio de Janeiro  
Agosto de 2002



**Gabriel Srour**

## **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa:**

### ***Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras***

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Economia do Departamento de Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

---

**Prof. Walter Novaes**

Orientador

Departamento de Economia – PUC - Rio

---

**Prof. Rogério Ladeira Furquim Werneck**

Departamento de Economia – PUC - Rio

---

**Prof. Marco Antonio Bonomo**

Escola de Pós-Graduação em Economia – FGV

---

**Prof<sup>a</sup>. Zélia Milanez de Lossio e Seibelitz**

Coordenadora Setorial de Pós-Graduação e Pesquisa  
do Centro de Ciências Sociais – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 14 de Agosto de 2002

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

**Gabriel Srou**

Graduou-se em Economia pelo Departamento de Economia da PUC-Rio em 2000. Foi bolsista desempenho acadêmico durante a graduação e a pós-graduação. Exerceu diversas atividades no Departamento de Economia da PUC-Rio, entre as quais a de monitor, membro do Programa de Pesquisa Especial (PET) e assistente de pesquisa. Concluiu o Mestrado de Economia em 2002, especializando-se em Finanças.

Ficha Catalográfica

Srou, Gabriel

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras / Gabriel Srou; orientador: Walter Novaes. - Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 2002.

v., 61 f.: il. ; 29,7cm

1.Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia

Inclui referências bibliográficas.

1. Governança Corporativa. 2. Acionistas Minoritários. 3. Convergência Legal. 4. Convergência Funcional. 5. Dividendos. 6. Contratos Privados 7. ADR's. 8. Crises. I. Novaes, Walter. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título

Aos meus pais, Beti e Ishac

## Agradecimentos

À Capes e à PUC-Rio, pelos auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não poderia ter sido realizado.

A todos os professores, colegas e funcionários do Departamento de Economia da PUC-Rio pelo apoio e aprendizado que me ofereceram nos 5 anos que convivemos intensamente.

Em particular, ao professor Rogério Werneck que, além de me proporcionar inúmeros momentos de ensinamentos, foi um grande conselheiro durante toda a minha vida acadêmica.

Ao meu orientador Walter Novaes pela dedicação e pelos ensinamentos em todas as etapas de elaboração desta dissertação.

Ao prof. Heitor Almeida por seus comentários e sugestões. Também lhe sou grato por me introduzir ao tópico de Finanças Corporativas.

Minha sincera gratidão ao meu pai Ishac, minha mãe Beti e a minha irmã Solange, por me mostrarem, desde cedo, o valor do conhecimento. A eles e a minha namorada Ilana, agradeço a companhia e o apoio durante todo o período deste trabalho.

## Resumo

Srouf, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. 61 p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A proposta desta dissertação é analisar a eficácia de contratos privados como mecanismos para um maior comprometimento da firma em relação aos seus acionistas minoritários. Para tanto, investigou-se uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001. Em dois testes econométricos, encontrou-se evidência de que o lançamento de ADR Nível II e a presença no grupo diferenciado de governança da BOVESPA foram relevantes para uma menor diluição dos acionistas minoritários e para uma performance diferenciada da firma em momentos de choques de retorno. Apesar da importância de uma legislação societária mais rígida também ter sido constatada, a conclusão desta dissertação caminha para a eficácia de contratos privados que realmente imponham regras mais rígidas de governança.

### Palavras-chaves

governança corporativa; acionistas minoritários, convergência legal; convergência funcional; dividendos; contratos privados; ADR's; crises

## Abstract

Strour, Gabriel. **Alternative Corporate Governance Mechanisms : A study of the behavior and performance of Brazilian firms**. Rio de Janeiro, 2002. 61 p. MSc Dissertation – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation uses a sample of Brazilian firms in the period 1997 to 2001 to investigate the effectiveness of alternative corporate governance mechanisms. The data show that firms can commit to protect their minority shareholders by issuing Level II ADR's (American Depository Receipts) or joining the Novo Mercado (firms listed in the BOVESPA that agree with stricter governance practices). In particular, firms with Level II ADRs and firms in the Novo Mercado have larger stock returns in times of turmoil, and they are more likely to pay dividends. The study shows, however, that changes in corporate law affect the ability of private contracts like ADRs to protect minority shareholders. As such, firms cannot completely overcome weaknesses in the Brazil's legal system that harm minority shareholders.

### Keywords

corporate governance; minority shareholders, legal convergence; functional convergence; dividend; private contracts; ADR's; crises

## Sumário

1. Introdução	9
2. Contratos Privados e a Importância Legal	15
2.1. ADR's como contratos privados para melhor governança corporativa	18
3. Teoria e Metodologia dos Testes	21
3.1. Diluição dos Acionistas Minoritários	21
3.2. Performance das Firmas em Choques de Retorno	25
4. Banco de Dados e Seleção da Amostra	32
5. Resultados	36
5.1. Diluição dos Acionistas Minoritários	36
5.2. Performance das Firmas em Choques de Retorno	40
5.2.1. Crise Asiática	40
5.2.2. Desvalorização do Real	42
5.2.3. Crise de 11 de Setembro	44
6. Conclusão	46
7. Referências Bibliográficas	48



**Tabela 1: Estatísticas Descritivas das Variáveis do Grupo I (de maior diluição dos minoritários) e do Grupo II (de menor diluição dos minoritários)**

O Grupo I, formado por empresas que diluem mais os seus acionistas, é composto, a cada período, pelas companhias que possuíam um payout inferior ao médio das empresas. A variável ADR é uma dummie para as empresas listadas no mercado americano no período enquanto ADR nível II é uma dummie apenas para aquelas que são de nível II. Nível I de Governança Corporativa é uma dummie para empresas que satisfazem critérios mais rígidos de governança estabelecidos pela BOVESPA. Big five é uma variável que indica se a firma é auditada por uma companhia do grupo das big five: Arthur Andersen, Ernst & Young, Price WaterHouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu e KPMG. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detêm no período. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do ativo total da firma durante o período em questão. A variável de liquidez é uma medida de liquidez em bolsa da Economatica. Por fim, a lucratividade da empresa foi calculada como a razão do lucro sobre o ativo total da firma. Os P-Valores são calculados para a hipótese nula de que a média das variáveis é idêntica entre os grupos.

**Número de Firmas, Desvio Padrão, Média e P-Valor (para médias iguais entre os grupos)**

		De 1999 a 2000			De 1998 a 2000			Amostra Total: 1997 a 2000		
		Grupo I	Grupo II	P-Valor	Grupo I	Grupo II	P-Valor	Grupo I	Grupo II	P-Valor
<b>ADR</b>	Número de firmas	6	22		6	21		6	15	
	Desvio Padrão	0.286	0.380		0.307	0.384		0.341	0.365	
	Média	0.088	0.173	0.084	0.103	0.178	0.199	0.130	0.156	0.688
<b>ADR Nível II</b>	Número de firmas	0	10		0	10		0	4	
	Desvio Padrão	0.000	0.270		0.000	0.280		0.000	0.201	
	Média	0.000	0.079	0.012	0.000	0.085	0.022	0.000	0.042	0.163
<b>Nível I de Governança Corporativa</b>	Número de firmas	1	10		1	9		2	6	
	Desvio Padrão	0.121	0.270		0.131	0.267		0.206	0.243	
	Média	0.015	0.079	0.066	0.017	0.076	0.113	0.043	0.063	0.648
<b>Big Five</b>	Número de firmas	53	103		44	98		34	77	
	Desvio Padrão	0.418	0.393		0.432	0.377		0.444	0.401	
	Média	0.779	0.811	0.479	0.759	0.831	0.259	0.739	0.802	0.399
<b>Discrepância entre poder de voto e propriedade</b>	Desvio Padrão	0.701	0.626		0.725	0.596		0.802	0.510	
	Média	1.678	1.628	0.629	1.768	1.589	0.084	1.924	1.546	0.001
<b>Proporção do lucro sobre o tamanho da firma</b>	Desvio Padrão	0.223	0.059		0.164	0.047		0.161	0.041	
	Média	-0.090	0.043	0.000	-0.096	0.040	0.000	-0.088	0.038	0.000
<b>Tamanho da firma</b>	Desvio Padrão	1.757	1.792		1.841	1.748		5.019	62.432	
	Média	12.818	13.903	0.000	12.786	13.983	0.000	3.150	25.509	0.017
<b>Alavancagem</b>	Desvio Padrão	6.069	0.756		7.110	0.954		7.896	2.002	
	Média	1.624	0.498	0.039	2.489	0.700	0.008	3.289	1.124	0.013
<b>Liquidez</b>	Desvio Padrão	0.207	0.915		0.452	0.912		0.122	0.933	
	Média	0.061	0.327	0.014	0.121	0.322	0.115	0.039	0.339	0.032

## Tabela 2 : Estatísticas descritivas e correlação das variáveis nos períodos de choque de retorno

Abaixo, encontra-se um sumário estatístico das variáveis utilizadas nas regressões para a Crise Asiática, Choque da Desvalorização do Real e Crise de 11 de Setembro. A amostra de empresas, em cada crise, é composta por aquelas que faziam parte do índice do International Finance Corporation para as firmas mais relevantes de um país e, além disso, estavam entre as 70 mais líquidas da BOVESPA. O retorno das empresas é calculado para o período indicado. O Beta do CAPM de cada empresa foi estimado com base nos 60 meses anteriores ao início de cada crise. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detém. O payout foi calculado como a proporção dos lucros do exercício imediatamente anterior a cada crise que foi proposta para ser distribuída entre os acionistas da firma. A variável de liquidez é uma medida de liquidez das ações em bolsa computada pela Economática para o mês anterior a cada crise. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido, sendo que esta razão é medida no exercício anterior a cada crise. Empresas com ADR são aquelas que possuíam ações listadas em alguma bolsa americana no período, enquanto ADR nível II representa apenas as empresas que possuíam esse nível. Por fim, Nível 1 de Governança Corporativa é uma definição da BOVESPA para empresas que satisfaçam critérios mais rígidos de governança.

### Painel A: Estatísticas Descritivas

	Crise Asiática	Desvalorização do Real	11 de Setembro
<u>Período</u>	01 de Julho de 1997 a 30 de Agosto de 1998	13 de Janeiro de 1999 a 18 de Janeiro de 2000	11 Setembro de 2001 a 04 de Outubro de 2001
<u>Empresas que fizeram parte da amostra</u>	41	47	42
<u>Retorno das empresas</u>			
Média	-0.259	2.211	-0.142
Mediana	-0.353	1.774	-0.114
Máximo	0.311	10.111	0.003
Mínimo	-0.631	-0.186	-0.424
<u>Beta do Capm</u>			
Média	0.883	0.820	0.730
Mediana	0.865	0.810	0.710
Máximo	1.290	1.260	1.130
Mínimo	0.680	0.510	0.260
<u>Discrepância entre poder de voto e propriedade</u>			
Média	1.842	1.778	1.740
Mediana	1.877	1.679	1.588
Máximo	2.998	3.000	2.998
Mínimo	0.926	0.853	0.746
<u>Payout</u>			
Média	0.499	0.943	1.865
Mediana	0.334	0.350	0.341
Máximo	2.878	23.494	52.106
Mínimo	0.000	-0.426	-1.971

	Crise Asiática	Desvalorização do Real	11 de Setembro
<u>Liquidez</u>			
Média	0.768	0.625	0.765
Mediana	0.252	0.100	0.286
Máximo	5.134	6.753	7.339
Mínimo	0.040	0.003	0.005
<u>Alavancagem</u>			
Média	0.149	0.284	0.272
Mediana	0.061	0.110	0.096
Máximo	0.978	1.854	1.691
Mínimo	0.004	0.030	0.008
<u>Tamanho</u>			
Média	10.703	13.668	15.187
Mediana	2.444	2.554	3.494
Máximo	77.572	130.000	147.000
Mínimo	0.334	0.156	0.345
<u>Índice Preço/Lucro</u>			
Média	0.042	0.005	0.005
Mediana	0.013	0.005	0.006
Máximo	0.629	0.061	0.033
Mínimo	-0.028	-0.017	-0.027
<u>Valor de Mercado</u>			
Média	0.051	0.019	0.050
Mediana	0.010	0.004	0.008
Máximo	0.356	0.145	0.596
Mínimo	0.001	0.000	0.001
<u>Índice Valor Patrimonial/Preço</u>			
Média	1.385	2.841	0.765
Mediana	1.000	2.165	0.286
Máximo	4.132	11.905	7.339
Mínimo	0.387	0.377	0.005
<u>Empresas com ADR</u>			
	9	11	20
<u>Empresas com ADR Níveis II e III</u>			
	2	2	11
<u>Empresas que fazem parte do nível I de governança corporativa da Bovespa</u>			
	-	-	6

## **Painel B : Coeficientes de correlação entre as variáveis**

### **Crise Asiática**

	Retorno	Discrepância	Payout	Beta do CAPM	Tamanho	Liquidez	Alavancagem	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Patrimônio/Preço	ADR Níveis II e III
Retorno	1	-0.463	0.138	-0.219	0.284	0.250	0.406	-0.261	0.237	-0.040	-0.149
Discrepância		1	-0.306	-0.077	-0.245	-0.270	0.000	0.209	-0.319	-0.047	0.160
Payout			1	-0.202	-0.168	-0.107	-0.151	0.080	-0.108	0.422	0.028
Beta do CAPM				1	0.328	0.563	-0.230	-0.105	0.504	-0.080	-0.189
Tamanho					1	0.647	0.427	-0.104	0.812	-0.169	-0.072
Liquidez						1	-0.035	-0.096	0.908	-0.238	-0.095
Alavancagem							1	-0.048	0.017	-0.290	-0.062
Índice Preço/Lucro								1	-0.080	0.078	0.060
Valor de Mercado									1	-0.223	-0.059
Índice Valor Patrimonial/Preço										1	-0.072
ADR Níveis II e III											1
ADR											

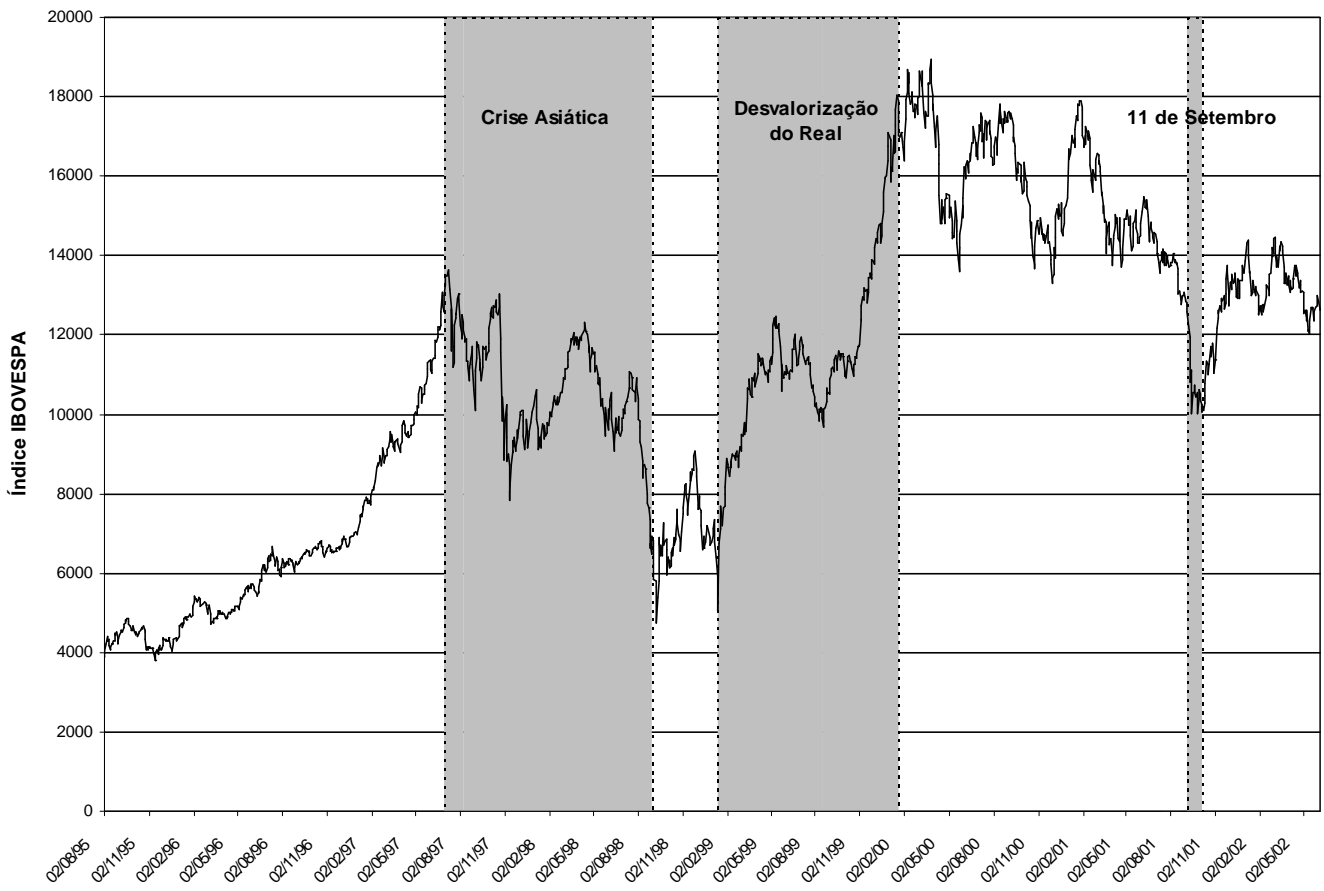
### **Desvalorização do Real**

	Retorno	Discrepância	Payout	Beta do CAPM	Tamanho	Liquidez	Alavancagem	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Patrimônio/Preço	ADR Níveis II e III
Retorno	1	0.352	-0.128	0.054	-0.086	-0.029	-0.095	-0.346	-0.049	0.642	0.057
Discrepância		1	0.148	0.011	-0.183	-0.174	0.016	-0.189	-0.221	0.144	-0.089
Payout			1	0.426	-0.078	-0.060	-0.031	0.205	-0.080	0.112	-0.060
Beta do CAPM				1	0.346	0.438	0.057	-0.190	0.427	0.059	0.192
Tamanho					1	0.475	0.732	0.045	0.662	-0.152	-0.055
Liquidez						1	0.010	0.107	0.928	-0.133	-0.069
Alavancagem							1	0.009	0.198	-0.263	-0.073
Índice Preço/Lucro								1	0.108	-0.204	-0.335
Valor de Mercado									1	-0.222	-0.034
Índice Valor Patrimonial/Preço										1	-0.068
ADR Níveis II e III											1
ADR											

### **Crise de 11 de Setembro**

	Retorno	Discrepância	Payout	Beta do CAPM	Tamanho	Liquidez	Alavancagem	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Patrimônio/Preço	ADR Níveis II e III
Retorno	1	-0.058	0.012	-0.152	-0.131	0.098	-0.160	0.333	0.194	-0.677	0.398
Discrepância		1	0.230	0.097	-0.176	0.015	-0.265	-0.005	-0.047	0.166	0.141
Payout			1	-0.005	-0.084	-0.074	-0.092	0.031	-0.076	-0.028	-0.113
Beta do CAPM				1	0.255	0.439	-0.203	-0.127	0.385	0.257	0.154
Tamanho					1	0.571	0.658	0.114	0.495	-0.160	0.031
Liquidez						1	0.088	0.122	0.935	-0.191	0.237
Alavancagem							1	0.028	0.036	-0.214	-0.128
Índice Preço/Lucro								1	0.225	-0.490	0.336
Valor de Mercado									1	-0.309	0.367
Índice Valor Patrimonial/Preço										1	-0.280
ADR Níveis II e III											1
ADR											

**Gráfico 1: A evolução do Índice IBOVESPA e os períodos de choque de retorno**



**Tabela 3 : Probit para a diluição dos acionistas minoritários da firma**

Os Painéis A, B e C reportam os coeficientes e p-valores (embaixo e em *itálico*) da estimação de um modelo Probit para a determinação da probabilidade de uma firma fazer parte do Grupo II, ou seja, do grupo de empresas que diluem menos os seus acionistas minoritários. Os desvios padrões foram calculados pela matriz de robustez de Huber e White. O Grupo I, formado por empresas que diluem mais os seus acionistas, é composto, a cada período, pelas as companhias que possuam um *payout* inferior ao médio das empresas. A variável ADR é uma *dummie* para as empresas listadas no mercado americano no período enquanto ADR nível II é uma *dummie* apenas para aquelas que são de nível II. Nível 1 de Governança Corporativa é uma *dummie* para empresas que satisfazem critérios mais rígidos de governança estabelecidos pela BOVESPA. Big five é uma variável que indica se a firma é auditada por uma companhia do grupo das *big five*: Arthur Andersen, Ernst & Young, Price WaterHouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu e KPMG. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detêm no período. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do ativo total da firma durante o período em questão. A variável de liquidez e as *dummies* setoriais foram calculadas baseadas nas informações da Economática. Por fim, a lucratividade da empresa foi calculada como a razão do lucro sobre o ativo total da firma.

**Painel A: Coeficientes Estimados do Probit**

	De 1999 a 2000	De 1998 a 2000	Amostra Total: De 1997 a 2000
ADR	-0.240 <i>0.628</i>	-0.751 <i>0.127</i>	-0.458 <i>0.169</i>
ADR Nível II	8.080 <i>0.000</i>	7.502 <i>0.000</i>	0.891 <i>0.054</i>
Nível 1 de Governança Corporativa	1.476 <i>0.002</i>	1.978 <i>0.000</i>	-0.120 <i>0.826</i>
Big Five	-0.780 <i>0.038</i>	0.037 <i>0.932</i>	-0.426 <i>0.192</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade	-0.194 <i>0.328</i>	-0.710 <i>0.012</i>	-0.396 <i>0.032</i>
Proporção do lucro sobre o tamanho da firma	9.701 <i>0.000</i>	22.174 <i>0.000</i>	6.580 <i>0.000</i>
Tamanho da firma	0.286 <i>0.008</i>	0.280 <i>0.039</i>	0.008 <i>0.003</i>
Alavancagem	-0.109 <i>0.242</i>	-0.273 <i>0.084</i>	-0.083 <i>0.000</i>
Liquidez	0.291 <i>0.280</i>	-0.293 <i>0.335</i>	0.235 <i>0.124</i>
Dummies Setoriais	Incluídas	Incluídas	Incluídas
McFadden R2	0.413	0.607	0.501
Número Total de Observações	195	176	142
Grupo I	68	58	46
Grupo II	127	118	96

**Painel B : Coeficientes Estimados do Probit - Omitindo a Variável ADR**

	<b>De 1999 a 2000</b>	<b>De 1998 a 2000</b>	<b>Amostra Total: De 1997 a 2000</b>
ADR Nível II	7.598 <i>0.000</i>	7.272 <i>0.000</i>	0.600 <i>0.134</i>
Nível 1 de Governança Corporativa	1.470 <i>0.002</i>	2.012 <i>0.000</i>	-0.046 <i>0.932</i>
Big Five	-0.769 <i>0.040</i>	-0.021 <i>0.000</i>	-0.492 <i>0.130</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade	-0.222 <i>0.286</i>	-0.739 <i>0.000</i>	-0.428 <i>0.021</i>
Proporção do lucro sobre o tamanho da firma	9.816 <i>0.000</i>	22.013 <i>0.000</i>	6.597 <i>0.000</i>
Tamanho da firma	0.278 <i>0.008</i>	0.282 <i>0.000</i>	0.008 <i>0.006</i>
Alavancagem	-0.110 <i>0.246</i>	-0.277 <i>0.000</i>	-0.080 <i>0.000</i>
Liquidez	0.274 <i>0.298</i>	-0.425 <i>0.000</i>	0.229 <i>0.115</i>
Dummies Setoriais	Incluídas	Incluídas	Incluídas
McFadden R2	0.412	0.600	0.494
Número Total de Observações	195	176	142
Grupo I	68	58	46
Grupo II	127	118	96

**Painel C : Coeficientes Estimados do Probit - Omitindo a Variável Nível 1 de Governança Corporativa**

	De 1999 a 2000	De 1998 a 2000	Amostra Total: De 1997 a 2000
ADR	-0.243 <i>0.618</i>	-0.782 <i>0.095</i>	-0.447 <i>0.180</i>
ADR Nível II	8.699 <i>0.000</i>	6.849 <i>0.000</i>	0.897 <i>0.049</i>
Big Five	-0.746 <i>0.046</i>	0.069 <i>0.869</i>	-0.433 <i>0.182</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade	-0.198 <i>0.306</i>	-0.696 <i>0.012</i>	-0.395 <i>0.031</i>
Proporção do lucro sobre o tamanho da firma	9.775 <i>0.000</i>	21.746 <i>0.000</i>	6.577 <i>0.000</i>
Tamanho da firma	0.297 <i>0.005</i>	0.318 <i>0.018</i>	0.008 <i>0.001</i>
Alavancagem	-0.095 <i>0.288</i>	-0.190 <i>0.184</i>	-0.082 <i>0.000</i>
Liquidez	0.269 <i>0.321</i>	-0.326 <i>0.287</i>	0.242 <i>0.093</i>
Dummies Setoriais	Incluídas	Incluídas	Incluídas
McFadden R2	0.400	0.588	0.470
Número Total de Observações	195	176	142
Grupo I	68	58	46
Grupo II	127	118	96



**Tabela 4 : Retorno das empresas na Crise Asiática**

A tabela a seguir reporta os coeficientes e os p-valores (embaixo e em *itálico*) das variáveis que, segundo o modelo descrito na dissertação, influenciam o retorno da firma em momentos de crises. Os desvios padrões foram calculados pela matriz de White para correção de heterocedasticidade. O Beta do CAPM de cada empresa foi estimado com base nos 60 meses anteriores ao mês de início da crise. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detêm. O payout foi calculado como a proporção dos lucros do exercício de 1996 que foi proposta para ser distribuída entre os acionistas da firma em 1997. A variável de liquidez é uma medida de liquidez das ações em bolsa computada pela Economática para o mês de Junho de 1997. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido no exercício de 1996. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do ativo total de Junho de 1997. As variáveis fundamentalistas foram obtidas para o mês de Junho de 1997 utilizando a Economática. Empresas com ADR são aquelas que possuíam ações listadas em alguma bolsa americana nesse período, enquanto ADR Níveis II e III representam as empresas listadas com regras específicas de governança corporativa.

	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)	(vii)
Constante	0.391 <i>0.083</i>	0.403 <i>0.087</i>	0.365 <i>0.101</i>	-0.169 <i>0.284</i>	0.376 <i>0.286</i>	0.375 <i>0.284</i>	0.368 <i>0.311</i>
ADR	-0.173 <i>0.012</i>	-0.164 <i>0.031</i>	-0.192 <i>0.021</i>	-0.185 <i>0.044</i>	-0.236 <i>0.018</i>	-0.221 <i>0.014</i>	-0.230 <i>0.023</i>
ADR Níveis II e III		-0.064 <i>0.408</i>			0.044 <i>0.647</i>		0.041 <i>0.682</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade	-0.117 <i>0.015</i>	-0.117 <i>0.018</i>	-0.111 <i>0.025</i>	-0.111 <i>0.120</i>	-0.136 <i>0.104</i>	-0.134 <i>0.100</i>	-0.136 <i>0.115</i>
Payout	0.014 <i>0.036</i>	0.014 <i>0.037</i>	0.013 <i>0.069</i>	0.022 <i>0.774</i>	-0.042 <i>0.613</i>	-0.040 <i>0.628</i>	-0.043 <i>0.622</i>
Beta do CAPM	-0.566 <i>0.008</i>	-0.580 <i>0.011</i>	-0.540 <i>0.009</i>		-0.540 <i>0.074</i>	-0.549 <i>0.056</i>	-0.537 <i>0.083</i>
Alavancagem	0.169 <i>0.022</i>	0.170 <i>0.022</i>	0.148 <i>0.020</i>	0.463 <i>0.004</i>	0.346 <i>0.044</i>	0.379 <i>0.139</i>	0.377 <i>0.150</i>
Tamanho			0.002 <i>0.472</i>			-0.001 <i>0.859</i>	-0.001 <i>0.882</i>
Liquidez	0.087 <i>0.006</i>	0.087 <i>0.007</i>	0.065 <i>0.188</i>	0.064 <i>0.335</i>	0.076 <i>0.287</i>	0.072 <i>0.366</i>	0.072 <i>0.379</i>
Índice Preço/Lucro				-0.239 <i>0.327</i>	-0.152 <i>0.539</i>	-0.176 <i>0.448</i>	-0.164 <i>0.526</i>
Valor de Mercado				-0.021 <i>0.803</i>	0.023 <i>0.775</i>	0.045 <i>0.790</i>	0.042 <i>0.807</i>
Índice Valor Patrimonial/Preço				0.033 <i>0.538</i>	0.038 <i>0.441</i>	0.039 <i>0.462</i>	0.040 <i>0.470</i>
R2	0.419	0.421	0.428	0.497	0.626	0.625	0.626
R2 Ajustado	0.317	0.298	0.306	0.336	0.429	0.428	0.397
Observações incluídas:	41	41	41	34	30	30	30

**Tabela 5 : Retorno das empresas na Desvalorização do Real**

A tabela a seguir reporta os coeficientes e os p-valores (embaixo e em *itálico*) das variáveis que, segundo o modelo descrito na dissertação, influenciam o retorno da firma em momentos de crises. Os desvios padrões foram calculados pela matriz de White para correção de heterocedasticidade. O Beta do CAPM de cada empresa foi estimado com base nos 60 meses anteriores ao mês de início da crise. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detêm. O payout foi calculado como a proporção dos lucros do exercício de 1998 que foi proposta para ser distribuída entre os acionistas da firma em 1999. A variável de liquidez é uma medida de liquidez das ações em bolsa computada pela Economática para o mês de Dezembro de 1998. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido no exercício de 1998. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do ativo total de Dezembro de 1998. As variáveis fundamentalistas foram obtidas para o mês de Dezembro de 1998 utilizando a Economática. Empresas com ADR são aquelas que possuíam ações listadas em alguma bolsa americana nesse período, enquanto ADR Níveis II e III representam as empresas listadas com regras específicas de governança corporativa.

	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constante	-1.179 <i>0.307</i>	-1.755 <i>0.174</i>	-1.120 <i>0.059</i>	-3.409 <i>0.007</i>	-3.478 <i>0.027</i>
ADR	1.883 <i>0.026</i>	2.058 <i>0.032</i>	1.393 <i>0.079</i>	1.831 <i>0.016</i>	1.838 <i>0.018</i>
ADR Níveis II e III		-1.425 <i>0.215</i>	0.078 <i>0.920</i>	-0.908 <i>0.327</i>	-0.888 <i>0.343</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade	0.827 <i>0.010</i>	0.829 <i>0.009</i>	0.823 <i>0.004</i>	0.642 <i>0.023</i>	0.646 <i>0.028</i>
Payout	-0.090 <i>0.008</i>	-0.127 <i>0.001</i>	-0.102 <i>0.000</i>	-0.158 <i>0.000</i>	-0.160 <i>0.001</i>
Beta do CAPM	1.988 <i>0.190</i>	2.784 <i>0.094</i>		2.874 <i>0.063</i>	2.933 <i>0.096</i>
Alavancagem			0.773 <i>0.000</i>	2.640 <i>0.005</i>	2.653 <i>0.007</i>
Tamanho			-0.027 <i>0.001</i>	-0.061 <i>0.001</i>	-0.061 <i>0.002</i>
Liquidez	-0.145 <i>0.467</i>	-0.209 <i>0.362</i>	-0.685 <i>0.028</i>	-0.751 <i>0.044</i>	-0.755 <i>0.049</i>
Índice Preço/Lucro					1.721 <i>0.901</i>
Valor de Mercado			4.690 <i>0.002</i>	5.620 <i>0.001</i>	5.630 <i>0.002</i>
Índice Valor Patrimonial/Preço			0.468 <i>0.001</i>	0.482 <i>0.001</i>	0.483 <i>0.001</i>
R2	0.401	0.416	0.682	0.737	0.737
R2 Ajustado	0.328	0.328	0.602	0.655	0.643
Observações incluídas:	47	47	46	43	43

**Tabela 6 : Retorno das empresas na Crise de 11 de Setembro**

A tabela a seguir reporta os coeficientes e os p-valores (embaixo e em *itálico*) das variáveis que, segundo o modelo descrito na dissertação, influenciam o retorno da firma em momentos de crises. Os desvios padrões foram calculados pela matriz de White para correção de heterocedasticidade. O Beta do CAPM de cada empresa foi estimado com base nos 60 meses anteriores ao mês de início da crise. A variável discrepância indica a razão entre a porcentagem das ações da firma com direito a voto possuída pelo maior acionista em relação à porcentagem total de ações da firma que este detêm. O payout foi calculado como a proporção dos lucros do exercício de 2000 que foi proposta para ser distribuída entre os acionistas da firma em 2001. A variável de liquidez é uma medida de liquidez das ações em bolsa computada pela Economatica para o mês de Agosto de 2001. A alavancagem da firma é a razão do valor escritural da dívida da firma sobre o seu patrimônio líquido no exercício de 2000. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do ativo total de Agosto de 2001. As variáveis fundamentalistas foram obtidas para o mês de Agosto de 2001 utilizando a Economatica. Empresas com ADR são aquelas que possuíam ações listadas em alguma bolsa americana nesse período, enquanto ADR Níveis II e III representam as empresas listadas com regras específicas de governança corporativa. Por fim, Nível 1 de Governança Corporativa é uma definição da BOVESPA para empresas que satisfaçam critérios mais rígidos de governança.

	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
Constante	-0.099 <i>0.007</i>	-0.056 <i>0.198</i>	-0.075 <i>0.118</i>	0.025 <i>0.706</i>	-0.001 <i>0.988</i>	0.005 <i>0.932</i>
ADR	-0.072 <i>0.012</i>	-0.068 <i>0.039</i>	-0.080 <i>0.013</i>	-0.012 <i>0.759</i>	-0.078 <i>0.045</i>	-0.077 <i>0.064</i>
ADR Níveis II e III	0.073 <i>0.022</i>	0.079 <i>0.025</i>	0.073 <i>0.028</i>		0.099 <i>0.005</i>	0.078 <i>0.074</i>
Nível 1 de Governança Corporativa	0.050 <i>0.009</i>	0.060 <i>0.011</i>	0.054 <i>0.015</i>	0.095 <i>0.006</i>		0.062 <i>0.055</i>
Discrepância entre poder de voto e propriedade		-0.002 <i>0.942</i>	-0.012 <i>0.538</i>	-0.004 <i>0.838</i>	-0.015 <i>0.471</i>	-0.019 <i>0.354</i>
Payout		-0.001 <i>0.352</i>	-0.001 <i>0.335</i>	0.000 <i>0.943</i>	0.000 <i>0.466</i>	0.000 <i>0.706</i>
Beta do CAPM	0.070 <i>0.156</i>		0.077 <i>0.136</i>	-0.118 <i>0.304</i>	0.005 <i>0.937</i>	-0.019 <i>0.787</i>
Alavancagem				-0.112 <i>0.082</i>	-0.033 <i>0.516</i>	-0.032 <i>0.502</i>
Tamanho	-0.001 <i>0.001</i>	-0.001 <i>0.004</i>	-0.001 <i>0.001</i>	0.000 <i>0.887</i>	-0.001 <i>0.395</i>	-0.001 <i>0.172</i>
Liquidez						0.015 <i>0.574</i>
Índice Preço/Lucro				0.201 <i>0.903</i>	-2.013 <i>0.183</i>	-1.641 <i>0.255</i>
Valor de Mercado				0.016 <i>0.289</i>	0.004 <i>0.746</i>	0.014 <i>0.300</i>
Índice Valor Patrimonial/Preço	-0.041 <i>0.000</i>	-0.039 <i>0.000</i>	-0.041 <i>0.000</i>	-0.038 <i>0.002</i>	-0.045 <i>0.000</i>	-0.039 <i>0.001</i>
R2	0.640	0.575	0.660	0.587	0.663	0.699
R2 Ajustado	0.577	0.485	0.569	0.421	0.523	0.555
Observações incluídas:	41	42	39	36	35	35