



Gabriel Srouf

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^a. 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

Srour, 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

Srour, 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 Depositary 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 Firms 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 Firms 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