



CARMEM SYLVIA BORGES TIBÉRIO

**ESTUDO EMPÍRICO DOS FATORES QUE INFLUENCIAM AS
EMPRESAS BRASILEIRAS NA DECISÃO DE LISTAR SUAS AÇÕES
EM BOLSAS DE VALORES ESTRANGEIRAS**

Orientador: Professor Otávio Ribeiro de Medeiros, MSc, PhD.

Brasília

2004

CARMEM SYLVIA BORGES TIBÉRIO

**ESTUDO EMPÍRICO DOS FATORES QUE INFLUENCIAM AS
EMPRESAS BRASILEIRAS NA DECISÃO DE LISTAR SUAS AÇÕES
EM BOLSAS DE VALORES ESTRANGEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros,
MSc, Ph.D.

Brasília

2004

Tibério, Carmem Sylvia Borges
Estudo Empírico dos Fatores que Influenciam as
Empresas Brasileiras na Decisão de Listar suas
Ações em Bolsas de Valores Estrangeiras / Carmem
Sylvia Borges Tibério, Brasília: UnB, 2004.
140 p.

Dissertação – Mestrado
Bibliografia

1. *Depositary Receipt*. 2. ADR. 3. Empresas
Brasileiras. 4. Listagem no Exterior. 5. Mercados
de Capitais.

CARMEM SYLVIA BORGES TIBÉRIO

**ESTUDO EMPÍRICO DOS FATORES QUE INFLUENCIAM AS
EMPRESAS BRASILEIRAS NA DECISÃO DE LISTAR SUAS AÇÕES
EM BOLSAS DE VALORES ESTRANGEIRAS**

Dissertação aprovada, como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), pela seguinte comissão examinadora:

Professor Otávio Ribeiro de Medeiros, MSc, PhD.

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
UnB, UFPB, UFPE e UFRN - Orientador

Professor Doutor Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
UnB, UFPB, UFPE e UFRN

Professor Dalthan Medeiros Simas, PhD.

Universidade Estadual do Rio de Janeiro

Brasília, 27 de outubro de 2004.

Ofereço este trabalho a todos que contribuíram para a sua realização, em especial aos meus filhos Caio e Júlia e ao meu marido Edson José Trentin Tibério.

Ofereço também a investidores, empresas, órgãos reguladores, governos, acadêmicos e à sociedade em geral. Que este estudo lhes seja útil.

Assim, terá sido válida a pesquisa!

AGRADECIMENTOS

Penso que Deus é Contabilista, Estatístico, Economista, conhecedor profundo de Mercado de Capitais...com Ph.D. em paciência com seus filhos. Agradeço a Ele por ter tido comigo tanta benevolência: invoquei seu Nome tantas vezes, algumas delas não só para pedir que me abençoasse com os Dons do Espírito Santo, mas até mesmo para tirar dúvidas mais técnicas... Podem pedir e perguntar: Ele responde.

Agradeço ao meu marido Edson José e aos meus filhos Caio e Júlia Trentin Tibério pelo apoio incondicional: de Edson, o suporte e o carinho; de Caio, sugestão redacional precisa, além do fundo musical com sua guitarra; de Júlia, cartinhas para dizer que estava com saudades, além de tentar inteirar-se do assunto (“ADR, mãe, o que é isso?”). Quando surgiram dúvidas e cansaço, Frei Alfredo alertou: - “Com união, um ajuda o outro”. Fechava-me no escritório, e vocês sempre me abriam um sorriso. Tive dúvidas e cansaço e vocês sempre me diziam: - “Durma, amanhã você vai conseguir!”. Prê, Caco e Jú, vocês são exemplos de união, carinho e amor: minha amada família! “Nós” conseguimos!

Aos meus pais, Paulo e Helena Valdrighi Borges, agradeço todos os ensinamentos e estímulos para o estudo. Não tínhamos muitos brinquedos, mas a mim e aos meus queridos irmãos Paulo Roberto (Bua), Carlos Eduardo (Dade) e Marco Aurélio (Maco), nunca faltaram livros e carinho.

Agradeço ao meu mestre e orientador, Professor Otávio Ribeiro de Medeiros, MSc, Ph.D. Pesquisador aberto à interdisciplinaridade e ao debate acadêmico, mais que um tema, dele ganhei o aprendizado e o direcionamento necessários, o respeito e a confiança motivadora, e a amizade, como resultado do trabalho conjunto, apreciando ainda mais estar no meio acadêmico.

A todos os meus mestres, Professores Bernardo Kipnis, Ph.D., Doutor Jorge Katsumi Niyama, Doutor Jeronymo José Libonati, Doutor José Dionísio G. da Silva, Doutora Fátima de Souza Freire e Doutor Paulo Roberto Barbosa Lustosa, pelos ensinamentos e convivência, em especial ao Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva, Coordenador Geral deste Programa e Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Ciências Contábeis e Ciência da Informação e Documentação (FACE), e ao Professor Doutor Edwim Pinto de La Sota Silva, por todo apoio e compreensão.

Na entrevista de admissão ao mestrado Professor Doutor César disse: - “Ela é persistente, está aqui pela segunda vez”. Eu corrigi: - Professor, é a terceira. Professor Doutor Jorge, brincando, acrescentou: - “Melhor passá-la, caso contrário ano que vem estará aqui

novamente”. Passei! Agradeço a todos pela confiança depositada nesta pseudocausídica, que tenta se enfronhar na área contábil. Espero ter correspondido.

Ao Banco do Brasil S.A., em especial ao Comitê de Administração da Auditoria Interna, que colaborou para este desenvolvimento e capacitação, e aos meus Gerentes de Auditoria, Walter de Souza Arruda (atual) e Juarez Pinto (onde tudo começou), pelo estímulo e apoio, sem o que esta pesquisa não se materializaria.

A todos os colegas do Banco do Brasil S.A., em especial a Sebastião Edilberto Lima e Fernando Sabbi Melgarejo (Diretoria de Finanças), a Expedito Afonso Veloso (Unidade de Gestão de Risco), a José Derli de Souza e José Pedro Pereira Martins (Diretoria de Controladoria), a Newton Ribeiro Machado Neto (Diretoria de Responsabilidade Socioambiental), à Márcia Mie Cumagay (Diretoria de Crédito) e Cláudia Ohtoshi (Diretoria de Reestruturação de Ativos Operacionais), por toda colaboração recebida.

À Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na pessoa de Anália Cristina Bastos do Nascimento, do Centro de Consultas, e à Economática®, na pessoa de Ronaldo Agostinho Ferreira, por todas as respostas e materiais disponibilizados.

Agradeço aos colegas e amigos (hoje todos mestres) da 1ª Tuma deste programa (núcleo de Brasília). Entrei naquele grupo como aluna especial. Eles me receberam de forma sem igual. Obrigada Adalberto Vieira Costa Filho, Alex Laquis Resende, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Antonio Maria Henri Beyle de Araújo, Ednicio de Oliveira Lima, Eduardo Siqueira Costa Neto, Gesiel de Oliveira Vicente, Jameson Reinaux da Cunha, Marcos Antonio Stelmo da Silva, Paulo César de Melo Mendes, Renilda de Almeida Moura, Rogério Ramos Marques, Tarcisio Rocha Athayde, Theócrita Pereira Cheibub e Hipólito Gadelha Remígio.

Pela convivência, agradeço aos colegas e amigos desta turma (a 3ª Turma de Brasília): Beatriz Fátima Morgan, Patrícia de Souza Costa e Cecílio Elias Daher (parceiros em trabalhos), Francisco Glauber Lima Mota, João Henrique Pederiva (sempre um argumento consistente nas discussões), Anardino José Câncio, Mac Daves de Moraes Freire, Uverlan Rodrigues Primo, José Reynaldo de Almeida Furlani, Ricardo Augusto dos Santos Ribeiro e Sérgio André Alves da Silva. Também agradeço aos colegas, alunos especiais, que passaram pela 3ª turma, Márcia Bitencourt, Marcellus Egídio de Lima e José de Brito, ressaltando, da mesma forma, o apoio e carinho de Fernanda Fernandes Rodrigues, da 4ª Turma de Brasília. Vocês fazem diferença!

Agradeço aos colegas e amigos do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA) da Universidade de Brasília, em especial Márcia Andréa Paula Gomes Barcelos, por toda a torcida, atenção e qualidade de seus serviços, Professor Elivânio Geraldo de Andrade,

Eugênio Pacelli de Oliveira e Rosemary Boneli de Oliveira, principalmente pelo suporte recebido na disciplina prática de ensino.

A todos os alunos da disciplina Sistemas Contábeis Aplicados à Arquivologia do 1º semestre de 2004. Vocês foram minhas “cobaias” na arte do ensino universitário. Nessa experiência, aprendi com vocês.

Vai dar certo! Essas eram quase sempre as palavras de estímulo que recebia de tantos outros amigos. Agora falo deles:

Muitas pessoas têm amigos. Quem tem um para o qual possa ligar às quatro horas da manhã por conta de um problema com o *Word*? Eu tenho: Patrícia de Souza Costa. Nossa amizade surge no mestrado: aluna brilhante que não mede e controla o apoio que pode dar aos mais carentes de conhecimento. Nossa amizade invade nosso lar: como é bom conversar com ela sobre nosso trabalho, nossa família, nossos amores. Rimos e choramos juntas. O mestrado nos aproximou. Nossa amizade, Super-Poderosa-Lindinha, é para sempre. Culpa sua! Quem mandou cativar?

Eu, Patrícia e Beatriz Fátima Morgam (a Bia): as três mulheres no mestrado (da 3ª Turma). Uma sempre ajudando a outra. Bia, entre PEPS & UEPS ou CP = MAT + MOD + CIF (linguagem de contabilista) e “estou bem” ou “estou mal” (linguagem de amigos), aprendi muito com você. Muito obrigada!

Muitas pessoas têm amigos...Quem tem amigos do tempo do colegial e que ainda continuam sendo seus amigos? Eu os tenho: Elisa Helena Giglio Ponsano e Maria Lúcia Decco Faucz são essas minhas grandes amigas. Hoje cada uma tem um endereço. De longe, suas mensagens de apoio e carinho me fazem bem, me fazem rir. Amizade não tem tempo e nem distância.

Do Professor Otávio, meu querido orientador, recebi conhecimentos da econometria. De Ângela da Rocha Valle, o da psicometria. Acima de tudo, aprendi que o servir não é univariado. Pelo contrário, é multivariado: estabelece-se de várias formas e muda quando se conjugam comportamentos. Ângela, você tem em haver comigo muitas “planilhas”. É só pedir...

Tem amigo que pensa que toma do nosso tempo ou de nossa bebida (sempre o Campari). Engano...Agradeço a Marcelo Bedani pela companhia e apoio incondicional. Sua amizade é sempre reforço do que se pode chamar de “prazer em conviver”.

Uma ligação na sexta outra na segunda-feira, às vezes para dizer: - “Bom final de semana!” Ou: - “E daí? Como foi o seu final de semana?” Luciane Rodrigues Soares, seu esforço em estudar é para mim um grande estímulo. Obrigada por todo o carinho.

Muitas pessoas têm amigos... Quem tem um que é o equilíbrio em pessoa e em quem você pode sempre confiar? Eu tenho: Ivete Cogo Cavalcanti é exemplo de retidão e de serenidade. Em momentos de estresse a ela me recorria. Se montasse um *'help-desk-Ivete'* ficaria rica. Sou rica por tê-la como amiga.

Quando dizia: - Procurei tal coisa e não achei! Pouco tempo depois, Rubens França Prudente, meu amigo "cinquentenário", me trazia a pesquisa ou a referência pronta. Ao meu amigo, conferente (e confidente), "Rubão", o meu muito obrigada!

E o mestrado é uma loucura: trabalhos e mais trabalhos. E um dia um amigo, vendo a aflição, me disse: - "Escuta, dá pra ajudar?" Acabou colaborando na tradução de um artigo. Mário Ribeiro Cunha Filho, valeu a ajuda e a amizade. E assim aconteceu com Elisabeth Yukie Horita Ito, era um artigo enorme, a tradução, com ajuda dela, ficou ótima e me permitiu dedicar-me aos tantos outros trabalhos solicitados. Beth, você é especial!

Castro (1977) diz que em trabalhos interdisciplinares você tem que se cercar de amigos especialistas em diversas áreas: enriquece a discussão. E não é que eu tenho uma amiga estatística de formação? Márcia Hiroko Yamazaki (Marcinha), mais que a estatística, de você é sempre bom ter a companhia, os "ouvidos" e os conselhos. Também tenho um amigo, Waldir Rodrigues Pereira, com prêmio literário recebido na Academia Brasileira de Letras. Seu carinho e sensibilidade sempre me fizeram bem. Sua competência técnica muito contribuiu na revisão deste trabalho.

Aos meus amigos do Rotary Clube Brasília Sudoeste, em especial à Olivia Rauther, minha querida Presidente, que compreendeu minhas ausências, e a José Colombino da Costa, que assumiu meus compromissos.

A amizade é engraçada: tem gente que pensa que nem é amigo. Outro engano...Nesses últimos tempos, de tão pouco tempo para exercitar a amizade, valeu todo apoio e gestos de amizade recebidos, às vezes por conta de algumas palavras: dos colegas e amigos de trabalho da Gerência Regional de Auditoria Especializada-Varejo, em especial a João Batista de Oliveira Ferreira (- "E como vai a nossa 'Mestra'?"), João Carmo de Faria (- "Eu também vou fazer Mestrado". E vai sim, JC!), mestrandas Maria Lizete da Silveira (- "E aí guria?"), William Hitoshi Okita, Cláudia Maria Henrique Ventura, Guilherme Briani e Carlos Alberto Fernandes Soares (- "E aí? Você dormiu?"); dos colegas e amigos do BB-Responde, em especial à Maria Inês T. Araújo e Edla Fagundes de Menezes, pelos momentos de descontração e apoio; dos amigos da Gerência Regional de Auditoria Brasília, em especial à Ana Lourdes Miranda, Fernando Senra Itaboraí, Roberto Watanabe, Raul Rochadel de Lima e

Assis dos Santos Pereira. Trabalhámos juntos quando ainda era aluna especial. Especiais sempre foram vocês. Obrigada a todos.

Ao meu ex-aluno de Arquivologia, hoje meu amigo, Valdeme Daniel Rosa Almeida, agradeço o auxílio na coleta de dados, nas revisões e, principalmente, pela companhia.

Também agradeço a José Eugênio dos Santos pela atenção na época do projeto desta pesquisa. A corrida contra o tempo era minha, mas ele se sensibilizou e me auxiliou com seus conhecimentos e apoio.

Agradeço a todos os meus parentes, em especial à Rita, Alissa, Irene, Nadir e Nair Trentin, Luzia, Cláudia e Tânia Borges e ao meu querido tio, Pe. Miguel Valdrighi, por toda a atenção: muitas vezes tiveram que me escutar falando desta pesquisa...muitas vezes cuidaram de meus filhos em períodos onde não pude compartilhar de suas companhias.

Aos casais, amigos da família, Rosângela & César Cimineli e Seiko & Jamil da Silva, por todo o apoio. Nos últimos tempos eu falhei na convivência. Que bom que a amizade persistiu.

Muitas pessoas têm amigos... Quem tem amigos que não ficaria sentido se não fosse citado nominalmente nos agradecimentos de uma dissertação? Penso que os tenho. A vocês, também agradeço. São meus grandes amigos, tanto que confiou em não perdê-los por este lapso.

Com a Paz de Deus, por suas graças e bênçãos, manifestadas na família que tenho, nos meus mestres e orientador, nas entidades colaboradoras e por ter amigos assim, este trabalho chegou ao fim!

*Há pessoas que vêem as coisas como elas são
e que perguntam a si mesmas: "Por quê?"
e há pessoas que sonham as coisas como elas jamais foram
e que perguntam a si mesmas: "Por que não?"*

George Bernard Shaw
Irlanda [1856-1950]
Compositor, escritor e dramaturgo

RESUMO

Dentro de um cenário de crescente internacionalização dos mercados de capitais, empresas passaram a oferecer suas ações em mercados localizados em países estrangeiros, fenômeno conhecido na literatura como *cross-border listing*. O presente trabalho procura determinar os fatores que influenciam as empresas brasileiras na decisão de listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras, o que é realizado por meio dos *Depositary Receipts* (DRs) - *American Depositary Receipts* (ADR), DR Argentina, DR Espanha ou *Global Depositary Receipts* (GDR). Para atingir o objetivo foi utilizada a metodologia apresentada originalmente por Saudagaran (1988), com a inclusão de outras variáveis contábeis e não-contábeis, que poderiam influenciar as empresas brasileiras a listar suas ações no exterior. A análise empírica considerou 288 empresas listadas na Bovespa e na SOMA, com ativos em operação em 31 de dezembro de 2003. Foram realizados testes empíricos com o modelo *Logit*. Os resultados dos testes univariados confirmaram 15 das 19 hipóteses formuladas. Os testes multivariados indicaram que maiores tamanhos relativos no mercado doméstico, maiores níveis de exportação, o fato de ser captadora de recursos via emissão de ações, pertencer aos setores econômicos de Papel & Celulose e de Telecomunicações e o fato de ter adotado melhores práticas de Governança Corporativa seriam fatores explicativos da decisão de listagem no exterior. Entre as variáveis contábeis analisadas, a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido e o Ativo Total mostraram-se positivamente relacionadas à listagem no exterior, enquanto que o Índice Lucro sobre Preço da Ação mostrou-se negativamente relacionado à listagem no exterior. A importância do trabalho está na identificação dos fatores que podem influenciar as empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras, ampliando o conhecimento do comportamento das empresas brasileiras *vis-à-vis* os mercados de capitais internacionais.

Palavras-chave: *Depositary Receipt*. ADR. Empresas Brasileiras. Listagem no Exterior. Mercados de Capitais.

ABSTRACT

Within a scenario of increasing globalization of capital markets, firms begun to offer their shares in foreign stock markets. The present study intends to determine the factors influencing Brazilian firms in their decision to cross-border list, which is carried out by means of Depositary Receipts (DRs) - American Depositary Receipts (ADR), DR Argentina, DR Spain or Global Depositary Receipts (GDR). In order to attain this purpose, the methodology presented originally by Saudagaran (1988), with the inclusion of other accounting and non-accounting variables, was adopted to investigate the cross-border listing by Brazilian firms. The empirical analysis considered 288 publicly listed companies in the Brazilian stock exchanges Bovespa and SOMA with operating assets as of December 31, 2003. The empirical tests were performed using the Logit model. The upshots of the univariate tests confirmed 15 among the 19 formulated hypotheses. The multivariate tests indicated that the factors positively affecting the cross-border listing decision are: relative large size in the domestic stock market, high export levels, the practice of issuing equity in the domestic market, to belong to the Pulp and Paper and the Telecommunications industries, and to implement better practices of Corporate Governance. Among the accounting variables tested, Return on Equity and Total Assets have shown to be positively related with cross-border listings, whereas the Earnings/Price ratio has shown a negative impact on cross-border listings. The importance of the study is the identification of the factors that can influence Brazilian firms to decide on the cross-border listing, which might enlarge the knowledge about the behavior of these companies *vis-à-vis* the international capital markets.

Key Words: Depositary Receipt. ADR. Brazilian Firms. Cross-border Listing. Capital Markets.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 –	Programas DR aprovados no Brasil de 1992 a 2003	23
Figura 2 –	Empresas Listadas na Bovespa – Período de 1990 a 2004	28
Figura 3 –	Emissão de DR com Captação de Recursos - Mercado Primário	45
Figura 4 –	Emissão de DR sem Captação de Recursos - Mercado Secundário	46

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Programas DR Abertos - Posição 02.07.2004	24
Quadro 2 – Saudagaran (1988): Amostra de Empresas por Domicílio e Bolsas	58
Quadro 3 – Amostra de Empresas em Relação à Variável Dependente	75
Quadro 4 – Amostra de Empresas em Relação aos Programas e Mercados.....	75
Quadro 5 – Setores da Economia em Relação às Empresas com Ações Listadas no Exterior.....	83
Quadro 6 – Resumo dos Resultados dos Testes Univariados.	94
Quadro 7 – A Situação de Listagem de Ações no Exterior – Contexto Brasileiro	100

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	As variáveis de Saudagaran (1988).....	95
Tabela 2 –	Variáveis baseadas em Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis – Primeira Equação	96
Tabela 3 –	Variáveis baseadas em Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis – Segunda Equação	97
Tabela 4 –	Variáveis Contábeis	98

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACL	<i>Audit Command Language</i>
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
ADS	<i>American Depositary Shares</i>
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>
APM	Associação Paulista de Municípios
AQUIST	Aquisições de Ativo Permanente/Total das Origens
ATIVO_TOT	Ativo Total
BACEN	Banco Central do Brasil
BDR	<i>Brazilian Depositary Receipt</i>
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CEPAM	Centro de Estudos e Pesquisas de Administração Municipal
CRESCIM	Crescimento Anual do Faturamento
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DR	<i>Depositary Receipt (DR)</i>
EEXP	Empresas Exportadoras
EEXP_EUA	Empresa Exportadora para os Estados Unidos da América
EEXP_FN	Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação
EMIT_AC	Captação via Emissão de Ações
ENDIV	Grau de Endividamento Total
ENDIVIDA	Grau de Endividamento Total
EUA	Estados Unidos da América
FA	Ativos de Longo Prazo Investidos em Países Estrangeiros
FA/TA	Investimento Relativo em Países Estrangeiros

FE/TE	Tamanho Relativo da Força de Trabalho Estrangeira
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FL	<i>Foreign List</i> ou Empresas Listadas no Exterior
FS	Vendas no Exterior
FS/TS	Importância de Países Estrangeiros como Mercados para Produtos das Empresas
GDR	<i>Global Depositary Receipt</i>
GDS	<i>Global Depositary Shares</i>
GOV_CORP	Governança Corporativa
IBGE	Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBRE	Instituto Brasileiro de Economia
IDR	<i>International Depositary Receipt</i>
IF	Instituições Financeiras
IPCA	Índice de Preço ao Consumidor Acumulado,
LAV	<i>Least Absolute Value</i>
LBREC	Margem Operacional
LIQUID	Índice de Liquidez Corrente
LPA_P	Índice Lucro sobre o Preço de Cotação
LPAT	Logaritmo do Patrimônio Líquido
LREC	Logaritmo da Receita Operacional Líquida
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio
MV	Valor de Mercado
MV/TV	Tamanho Relativo da Empresa na Bolsa Doméstica
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations System</i>
NFL	<i>Not Foreign List</i> ou Empresas Não-Listadas no Exterior

NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
OTC	<i>Over the Counter</i>
PAT	Patrimônio Líquido
QIB	<i>Qualified Institutional Buyers</i>
REC	Receita Operacional Líquida
RENTAOP	Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido ou Rentabilidade Após o Resultado de Correção Monetária
RENTAPL	Rentabilidade antes do Resultado da Correção Monetária
RET_AC	Retorno com Base no Preço de Ações
RET_LPA	Retorno com Base no Lucro por Ação
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SET_ECO	Setor da Economia
SOMA	Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A.
SPSS	<i>Statistical Package Social Science</i>
TA	Ativos de Longo Prazo da Empresa.
TNG_ATIVO	Tangibilidade dos Ativos
TREM	Tamanho Relativo da Empresa no Mercado
TS	Total de Vendas do Grupo
TV	Soma dos MVs para todas as empresas domésticas
UBS	<i>Union Bank of Switzerland</i>
USGAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VPA	Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	21
1.1	Contexto e Relevância.....	21
1.2	O Problema	32
1.3	Objetivos	32
1.3.1	Objetivo Geral	32
1.3.2	Objetivos Específicos	32
1.4	Hipóteses	33
1.4.1	Hipóteses Testadas com Base no Estudo de Saudagaran (1988), com adaptações.....	33
1.4.2	Hipóteses Testadas com Base no Estudo de Sanvicente (1996), com adaptações	34
1.4.3	Outras Hipóteses Testadas.....	36
1.5	Delineamento da Pesquisa.....	38
1.6	Delimitações do Trabalho	39
1.7	Estrutura do Trabalho.....	40
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	42
2.1	O Mercado Financeiro, o Mercado de Capitais e a Oferta Pública de Ações	42
2.2	<i>Depositary Receipt (DR)</i>	44
2.3	Pesquisas Anteriores	49
2.3.1	Saudagaran (1988): <i>An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges</i>	50
2.3.1.1	Hipóteses testadas por Saudagaran (1988)	53
2.3.1.1.1	Tamanho Relativo da Empresa na Bolsa Doméstica (MV/TV)	53
2.3.1.1.2	Importância de Países Estrangeiros como Mercados para Produtos das Empresas (FS/TS).....	55
2.3.1.1.3	Investimento Relativo em Países Estrangeiros (FA/TA).....	55
2.3.1.1.4	Tamanho Relativo da Força de Trabalho Estrangeira (FE/TE).....	56
2.3.1.2	Seleção da Amostra e Fonte de Dados	57
2.3.1.3	Testes Empíricos.....	58
2.3.1.3.1	Testes Univariados.....	59
2.3.1.3.2	Testes Multivariados.....	61
2.3.1.3.3	As principais conclusões de Saudagaran (1988)	62

2.3.2	Pagano; Roell e Zechner (2002): <i>The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?</i>	63
2.3.3	Pagano et al. (2001): <i>What makes stock exchanges succeed?: Evidence from cross-listing decisions</i>	66
2.3.4	Desai (2004): <i>Cross-Border Listings and Depositary Receipts</i>	66
2.3.5	Sanvicente (1996): Perfil das Companhias Abertas: Comparação com Empresas Fechadas	67
2.3.6	Relatório Anual Bovespa 2003 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b)	70
2.3.7	Considerações Gerais sobre os Estudos Analisados	71
3	METODOLOGIA: DESCRIÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS E DAS VARIÁVEIS	73
3.1	Dados	73
3.2	Descrição das Variáveis	74
3.2.1	A Variável Dependente: Empresa com Ações Listadas no Exterior	74
3.2.2	As Variáveis Independentes	76
3.2.2.1	Variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988)	76
3.2.2.2	Variáveis Baseadas no Estudo de Sanvicente (1996)	78
3.2.2.2.1	Em Relação ao Tamanho da Empresa	78
3.2.2.2.2	Em Relação ao Desempenho das Empresas	78
3.2.2.2.3	Em Relação à Liquidez Corrente, ao Endividamento e aos Investimentos	79
3.2.2.3	Outras Variáveis Testadas	80
3.3	Modelo Estatístico Probabilístico (Logit)	83
3.3.1	Testes de Hipóteses	85
3.3.2	Testes Univariados e Multivariados	85
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	87
4.1	Testes Univariados	87
4.2	Testes Multivariados	95
4.2.1	Variáveis Baseadas no Estudo de Saudagaran (1988)	95
4.2.2	Variáveis Baseadas no Estudo de Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis	96
4.2.3	Outras Variáveis Contábeis Testadas	97
4.3	Discussão dos Resultados	99
5	CONCLUSÕES E SUGESTÕES	102
	REFERÊNCIAS	106

APÊNDICES	111
APÊNDICE A - Programas DRs, em ser, aprovados pela CVM (por mercado)	112
APÊNDICE B - Programas DRs, em ser, aprovados pela CVM (por empresa) – 1992 a 2003	118
APÊNDICE C - Testes Univariados	121
APÊNDICE D - Testes Multivariados	131
ANEXOS	135
ANEXO A - Informações sobre o Relatório Bovespa 2003	136
ANEXO B - Níveis de Governança Corporativa e Novo Mercado	137
ANEXO C - Orientações da CVM para Ajustes na Relação de Programas DR	140

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo trata da contextualização do tema e do problema de pesquisa, dos objetivos a serem atingidos, das hipóteses formuladas, do delineamento e da estrutura do trabalho.

1.1 Contexto e Relevância

Uma das vertentes da globalização da economia mundial é a internacionalização dos mercados de capitais, em que investidores, baseados em determinados países, adquirem instrumentos financeiros localizados em outros países, bem como empresas baseadas em diferentes países oferecem suas ações em mercados localizados em países estrangeiros, fenômeno conhecido na literatura como *cross-border listing*. Assim, empresas norte-americanas podem estar listadas em bolsas de valores européias ou asiáticas e vice-versa.

Depositary Receipt (DR) é o nome genérico do certificado que permite que as empresas listem suas ações em mercados estrangeiros. Dependendo do mercado onde eles são lançados recebem nome próprio, a exemplo dos *American Depositary Receipts* (ADRs) - mercado norte-americano, DR Argentina (mercado argentino), DR Espanha (mercado espanhol), *Global Depositary Receipt* (GDR), para identificar os lançados no mercado europeu, ou *Brazilian Depositary Receipt* (BDR), no caso de empresas estrangeiras que listam suas ações no mercado brasileiro.

No caso dos Estados Unidos, os ADRs são o mecanismo autorizado pelas autoridades daquele país para as empresas estrangeiras que desejam estar listadas nas bolsas de valores norte-americanas. Trata-se de uma modalidade de captação de recursos estrangeiros (quando há emissão de novas ações), por meio do qual empresas sediadas fora dos Estados Unidos atraem investidores norte-americanos a investirem em seus respectivos países. Assim, os

ADRs são a forma pela qual as empresas brasileiras estão listadas nas bolsas norte-americanas.

Os programas DR são agrupados em níveis ou tipo: Nível I ou II – sem captação de recursos (sem emissão de novas ações); ou Nível III, Tipo 144A e REG S – com captação de recursos (com emissão de novas ações). Para cada nível ou tipo de programa existe regulamento em relação ao grau de exigência para o lançamento. O detalhamento sobre os programas e suas características encontra-se na seção 2.

Andrezo e Lima (1999, p. 233) registram que o ano de 1997 foi o "ano de ADRs brasileiros", com captações na ordem de US\$ 2,24 bilhões e crescimento de 350% em relação ao ano anterior. Para esses autores, o Brasil, em 1997, também esteve entre os países que lideraram a tabela de emissões internacionais de ações: Reino Unido (26 empresas); Austrália (14 empresas); Brasil e Rússia (com 13 empresas cada) e México (11 empresas).

Marcon (2002) destaca que o mercado de ADR traz benefícios às empresas, aos investidores, aos órgãos reguladores e ao país. Indica que, após 1997, os países emergentes (Argentina, Brasil, Chile, China, entre outros) passaram a utilizar estes instrumentos, representando cerca de um terço dos mais de 300 programas de ADRs listados na *New York Stock Exchange* (NYSE), na *American Stock Exchange* (AMEX) e na *National Association of Securities Dealers Automated Quotations System* (NASDAQ) - posição de 2001 - e que o Brasil, neste ano, era o país mais significativo em termos de volume de ADRs na NYSE (9%, considerando todos os países, com 33 entre os 357 ADRs registrados).

A captação de recursos no exterior pelos países latino-americanos intensificou-se após 1989. A crise de 1982, com desequilíbrio cambial e riscos altos de cancelamento unilateral dos pagamentos, deixou estes países fora do mercado voluntário mundial de financiamentos privados, vindo o Brasil a retomar esse tipo de captação a partir de 1991. Até 1988, o

instrumento mais utilizado na captação de recursos estrangeiros era a Resolução 63¹, mas, a partir de 1989, novos instrumentos passaram a ser utilizados, entre eles os ADRs (ANDREZO; LIMA, 1999).

Andrezo e Lima (1999) relatam que o Brasil, em 1999, tinha cerca de 60 programas ADRs e que o presidente da NYSE, em 1997, declarou que o número de empresas brasileiras com ações listadas naquela bolsa poderia chegar a 25, em 2000, e a 50, em 2002. Marcon (2002) registra que o Brasil, em junho de 2002, já tinha 102 programas ADRs.

Os primeiros programas ADR aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ocorreram em 1992 (Aracruz Celulose S.A. – ADR/Nível III; Telecom Brasileiras S.A. – ADR/Nível II e Votorantin Celulose e Papel SA. – ADR/Nível I). A primeira empresa estrangeira a listar suas ações em bolsa brasileira foi a *Brazil Fast Food Corporation*, em 29 de julho de 1999 (BDR/Nível II)².

Na Figura 1 encontra-se a evolução dos programas aprovados pela CVM, no período de 1992 até 2003.

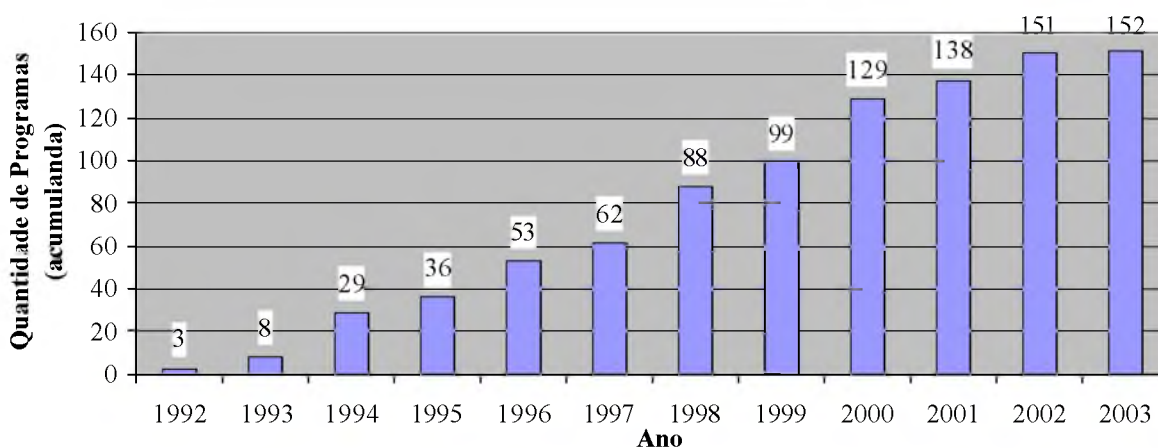


Figura 1 – Programas DR aprovados no Brasil de 1992 a 2003

Fonte: Elaboração própria, com base em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2004 e 2004b)

¹ A Resolução nº 63 “permitiu aos bancos de investimento ou de desenvolvimento privados, autorizados a operar em câmbio e instalados no país, contratar diretamente empréstimos externos para repassá-los a empresas no país, estabelecendo assim uma ponte entre o Sistema Financeiro Nacional e o Internacional” (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 75).

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Programas de BDR e DR Aprovados. Relatório SCAO13, emitido em 19 de março de 2004.** Relatório disponibilizado pela CVM, a pedido. Obra não publicada.

No primeiro semestre de 2004, conforme Comissão de Valores Mobiliários (2004a), o Brasil passa a contar com 135 programas DR abertos no exterior (Quadro 1), envolvendo 80 empresas. Do total de programas, 86 (63,70 %) referem-se às ações listadas em bolsas norte-americanas (os ADRs), envolvendo 67 empresas. Existem também registros de programas DR lançados na Argentina (DR Argentina), na Espanha (DR Espanha) e Europa (GDR). O Apêndice A contém a relação com os todos os programas abertos, em ser, por mercado, posição de 02.07.2004.

Mercado	Quantidade de Programas	%	Quantidade de Empresas por Mercado (*)
EUA	86	63,70	67
Argentina	19	14,07	17
Espanha	18	13,33	14
Global	12	8,89	11
Total	135	100,00	109
(*) O total de empresas por programa (109) não confere com o total geral de empresas com DR abertos (80) porque existem empresas que listam suas ações em mais de um mercado externo.			

Quadro 1 – Programas DR Abertos - Posição 02.07.2004
 Fonte: Elaboração própria, com base em CMV (2004b)

Na citada relação (Apêndice A), consta que o mercado brasileiro conta com quatro empresas estrangeiras com programas DR listados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), os chamados *Brazilian Depositary Receipt* (BDR): Rhodia S.A., Telefônica S.A., Aventis (França) e Accor S.A.

Em pesquisa realizada pela Revista *Global Finance*, a empresa francesa Accor, com listagem de suas ações na Bovespa (programa BDR), foi considerada a empresa de hotelaria mais globalizada do mundo. O levantamento aponta as 100 empresas mais globalizadas, a partir de critérios como percentual de vendas e número de empregados no exterior e países em que opera. Os números da Accor são: a) 67% das vendas fora da França; b) 84% dos empregados não são franceses; e c) atuação em 142 países. Consta ainda que, no Brasil, o grupo teria sua maior operação fora do território francês, com 50% de participação na Accor Brasil (ACCOR EM NOTÍCIAS, 1998).

Valor Online (2004) registra que, em 2003, o volume financeiro dos ADRs brasileiros foi de US\$ 38,8 bilhões, 31% superior ao ano anterior. Também relata que o índice do *Bank of New York* dos ADRs de empresas brasileiras subiu cerca de 100%, em 2003, enquanto o indicador dos papéis de toda a América Latina teve ganho de 71,4% e o que engloba todos os mercados emergentes avançou 54%. Na comparação entre os índices regionais, foi o latino-americano o de melhor desempenho, mas as empresas asiáticas foram as que mais se destacaram na movimentação das captações de recursos por meio de ADRs (das 35 captações, 19 delas foram da Ásia).

Cruz (2004) informa que o volume financeiro dos negócios com ADRs brasileiros chegou a US\$ 5,3 bilhões, em fevereiro de 2004 (24% menor do que os US\$ 7 bilhões de janeiro do mesmo ano, mas superior ao mês de dezembro de 2003, que registrou US\$ 4,68 bilhões, número que não se registrava desde 2001). Os US\$ 5,3 bilhões representam mais da metade do giro de todos os papéis da América Latina nas bolsas norte-americanas, de US\$ 10,2 bilhões (dados do *Bank of New York*). Esse autor cita comentário de Orlando Viscardi, da área de ADR do *Citibank*, que informa a procura de empresas por programas ADR, principalmente por empresas que ainda teriam seu capital fechado, e que estas, na eventualidade de abrir seu capital, o fariam com uma *tranche* global.

A *tranche* global, prevista por Orlando Viscardi, ocorreu em junho de 2004, quando as empresas Gol Linhas Áreas Inteligentes e ALL América Latina Logística lançaram ações no mercado doméstico com concomitante listagem de suas ações no mercado internacional. No exterior, os papéis da Gol foram vendidos na forma de *American Depositary Shares* (ADSs)³ e os da ALL na forma de *Global Depositary Shares* (GDSs) (FOLHA ONLINE, 2004; REBOUÇAS, 2004; RIPARDO, 2004; SILVA JUNIOR, 2004; 2004a). Ripardo (2004, p. 1) ressalta que, com a listagem em bolsa da Gol e da ALL, em junho de 2004, e da Natura, em

³ Os ADSs são certificados similares aos ADRs (ECONOFINANCE.COM, 2004).

maio de 2004, a Bovespa teria “quebrado o jejum”, pois não ingressavam novas empresas no mercado desde o ano de 2002. Rebouças (2004) informa que a Natura preferiu não fazer ADR.

O relatório mensal sobre programas ADRs, de junho de 2004, emitido pela COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2004b) indica R\$ 89,0 bilhões como valor total dos programas ADRs, a preço de fechamento na Bovespa, em 30 de maio de 2004, assim distribuídos, em relação aos níveis de programas: Nível II/NYSE 89,4%; Nível III/NYSE 8,0%; Nível I/OTC⁴ 2,3 % e pela 144A/REGS 0,3%.

Sobre a importância da participação de empresas brasileiras no mercado externo, Castanheira e Sambrana (2004) registram que a Braskem, empresa química, foi a empresa mais valorizada na Bolsa de Nova Iorque, em 2003: os ADRs dessa empresa subiram 713% ao longo do ano, com mesmo desempenho na Bovespa (valorização de mais de 550%). Acrescentam ainda que uma maior transparência na divulgação de informações ao mercado e consequente credibilidade na empresa pelos investidores contribuiu para essa valorização.

Estudo realizado pela Economática®⁵ para o Jornal Valor Econômico, relatado por Velloso e Frisch (2004), mostra que o volume financeiro de ADRs brasileiros nos EUA se iguala ao do mercado local e influencia os negócios domésticos. Segundo esse levantamento, o volume financeiro movimentado pelos ADRs de 36 empresas, em março de 2004, na Bolsa de Nova Iorque, foi de US\$ 296 milhões (giro diário) contra US\$ 327 milhões de média diária na Bovespa (uma diferença de apenas 10,5%). Dez empresas concentravam sozinhas 79,3% do volume de papéis brasileiros negociados em bolsas de valores norte-americanas. A concentração também se repete no Brasil: as dez ações mais negociadas do Ibovespa foram

⁴ *Over the Counter* (OTC) é o mercado de balcão norte-americano, via terminal de computador.

⁵ Economática® - empresa brasileira que mantém *site* para pesquisa e comercializa *software* com banco de dados sobre empresas listadas em bolsas no Brasil e em vários outros países da América Latina, Estados Unidos e Grã-Bretanha.

responsáveis por 54,1% dos negócios realizados na Bovespa. As quatro empresas, que mobilizam mais da metade do volume de ADRs brasileiros, também concentram os volumes da Bovespa: Tele Norte Leste Participações, Petrobrás, Ambev e Vale do Rio Doce (juntas representam 61% dos negócios com ADRs brasileiros e 41% do volume da Bovespa). Esses autores ainda citam comentário de Orlando Viscardi, diretor de vendas de ADR para a América Latina do *Citigroup*, onde esse especialista de mercado afirma que em ofertas globais de ações de companhias brasileiras (registra a da Petrobrás de agosto de 2000), 80% dos papéis emitidos costumam ficar nas mãos de estrangeiros, o que mostra uma incapacidade de absorção dessas ações pelos investidores brasileiros. Registram comentário do estrategista de mercado Marcelo Mesquita, do *Union Bank of Switzerland (UBS)*, que considera que a maior liquidez dos papéis no mercado externo permite operações de arbitragem de preços, que influenciam o preço local. O estrategista entende que os fatores mais importantes para os investidores estrangeiros são o tamanho da empresa e a sua área de atuação: empresas exportadoras e com exposição no exterior oferecem menor risco (cita a Embraer, a Aracruz e a Vale do Rio Doce).

Velloso e Frisch (2004) também citam comentários de outros especialistas que consideram que as empresas que têm negócios na bolsa norte-americana são transnacionais e competem com companhias de outros países e que, por isso, para elas é necessário se capitalizarem no exterior, onde as taxas de captação de recursos são menores. A listagem no exterior é avaliada como benéfica, na medida em que há maior transparência da empresa devido às exigências impostas pelos padrões contábeis internacionais, o que aumenta o potencial de compra e venda de ações, com incentivo de práticas de governança corporativa. Concluem que o estudo confirma o que já era percebido pelos investidores: que a bolsa brasileira precisa ganhar liquidez, expandir negócios e abrir oportunidade de investimentos com um universo maior de papéis.

O mercado de capitais brasileiro teve, nos últimos tempos, diminuição das empresas participantes da Bolsa de Valores. Segundo Raymundo Magliano Filho (Presidente da Bovespa) apud Alves (2004), em dez anos houve 183 empresas com fechamento de capital, o que seria resultado, na opinião dos analistas do setor, de fusões, aquisições e dos altos custos para manutenção do registro de companhia aberta. O executivo prevê, porém, que o número de companhias listadas na bolsa poderia triplicar, por meio de incentivos fiscais, o que elevaria para 1.100 o atual número de 361 empresas listadas. A Figura 2 mostra o número de companhias listadas na Bovespa de 1990 até o segundo semestre de 2004.

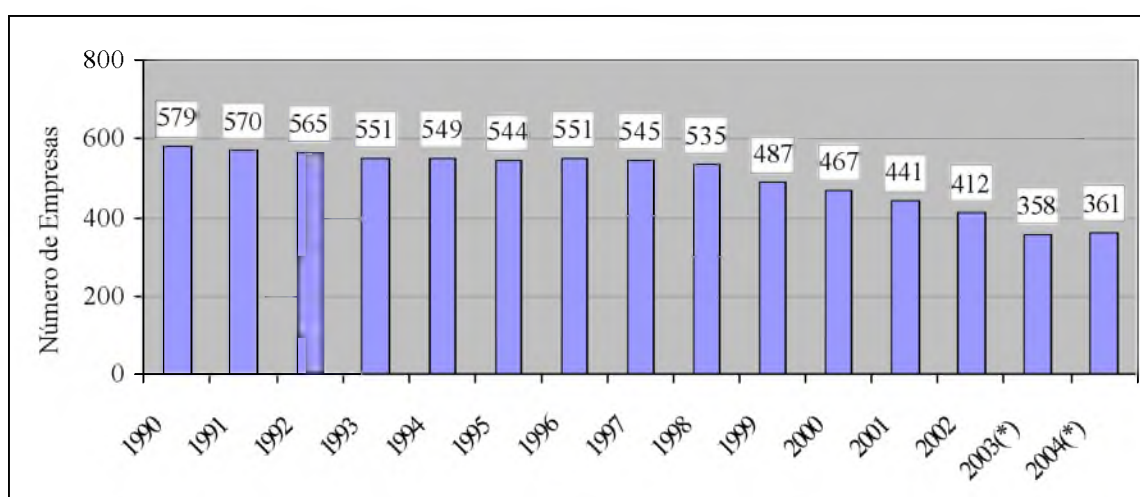


Figura 2 – Empresas Listadas na Bovespa – Período de 1990 a 2004

Fonte: Elaboração própria, com base em CVM⁶.

(*) Os dados de 2003 e 2004 foram obtidos em Alves (2004)

A Bovespa vem desenvolvendo estudos para melhor conhecer e caracterizar empresas que abrem seu capital, analisando facilitadores e dificultadores desse processo. Aquela entidade também tem procurado ampliar a base de acionistas, com programas para popularizar o mercado de ações, o chamado Programa de Popularização do Mercado de Ações. O subprograma “Bovespa Vai aos Municípios”, criado em parceria com a Associação Paulista

⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório Registro de Emissão de Ações (período de janeiro de 1990 até dezembro de 2003). Relatório SCA024, emitido em 26 de maio de 2004.** Relatório disponibilizado pela CVM, a pedido. Obra não publicada.

de Municípios (APM) e com o Centro de Estudos e Pesquisas de Administração Municipal (CEPAM), está sendo implantado em cidades do Estado de São Paulo para possibilitar que um maior número de pessoas, incluindo empresários e potenciais investidores, conheça os conceitos básicos do mercado de capitais (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004).

Neste sentido, a Bovespa também define um conjunto de normas de conduta para empresas e seus administradores, consideradas importantes para valorizar suas ações e outros ativos emitidos: são as chamadas práticas de Governança Corporativa. A adesão a essas práticas distingue as companhias em Nível 1 ou 2 de Governança Corporativa e empresas participantes do Novo Mercado, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa⁷. A adesão às “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” possibilita às empresas melhoria na relação com investidores, potencializando a valorização de seus ativos .

Folha Online (2004a) registra que, desde que a Bovespa foi criada, em 1890, nunca houve a atração por tantas pessoas físicas ao mercado de ações. Quase 30% dos negócios são feitos por esses investidores, que, somados aos demais grupos que operam no mercado de ações (tais como investidores estrangeiros e institucionais, empresas e instituições financeiras), fazem da Bovespa o maior centro de negócios da América Latina. Essa instituição, por intermédio das mais de 100 corretoras de valores que a integram, realizou quase 10 milhões de transações, no ano de 2003.

Decisões de empresas e investidores podem ser influenciadas por vários fatores. Braz (2004) cita estudo da *Thompson Financial* em que analistas acompanham empresas com características *small caps* – empresas com ações de segunda linha (com pouca liquidez em bolsa de valores). Esses papéis pertencem a companhias com bons resultados econômicos e com alto potencial de crescimento nos setores que atuam, mas têm um baixo volume de

⁷ Os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e os conceitos do Novo Mercado estão disponibilizados no *site* da Bovespa e estão contidos no Anexo B.

negócios em relação às ações de primeira linha. Essa autora indica que estariam nesse perfil, entre outras, Alpargatas, Aracruz, Bahia Sul, Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), Celesc, Eletrobrás, Eletropaulo, Klabin, Bunge Brasil e Tractebel Energia. Relata que no exterior existem índices específicos para as *small caps* e que eles têm apresentado desempenhos superiores aos tradicionais, o que poderia ser fenômeno do mercado internacional, levando investidores a diversificar seus investimentos. Cita ainda comentário do Superintendente do Itaú que julga ser mais fácil uma pequena empresa de bens de consumo crescer do que uma grande, e que o processo de crescimento é mais lento para uma companhia que já tem domínio de mercado.

Saudagaran (1988)⁸, em estudo sobre os fatores que influenciam a decisão de empresas a listar ou não suas ações em mercados estrangeiros, analisou as características de empresas de diversos países que listaram suas ações em bolsas estrangeiras. Esse autor comparou um grupo de empresas, que ele denominou de *Foreign List* (FLs) – empresas listadas no exterior - com empresas *Not Foreign List* (NFL) - empresas não listadas no exterior, com relação às seguintes variáveis:

- tamanho relativo de uma empresa em seu mercado de capitais doméstico. Neste caso a hipótese é de que as empresas relativamente grandes pelos padrões domésticos têm maior probabilidade de registro numa bolsa de valores no exterior;
- proporção de vendas geradas em países estrangeiros. A hipótese é de que empresas com maior dependência de mercados estrangeiros (maior porcentagem de vendas no exterior) têm mais probabilidade de registro no exterior;

⁸ O artigo do Professor Shahrokh M. Saudagaran (1988), que inspirou o presente trabalho, baseou-se em sua tese de PhD em Ciências Contábeis pela Universidade de Washington (EUA), defendida em 1986, com o título: *An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges*. A tese foi agraciada, em 1987, com o prêmio anual (*Outstanding Dissertation Award*) da *International Accounting Section* da *American Accounting Association*.

- porcentagem de seus ativos de longo prazo que estão localizados no exterior. A hipótese é de que empresas com proporções relativamente altas de ativos estrangeiros têm maior probabilidade de serem registradas em bolsas no exterior; e
- número relativo de empregados em subsidiárias estrangeiras. A hipótese é de que empresas com um número relativamente grande de empregados localizados no exterior são mais propensas a se registrar em bolsas estrangeiras.

Saudagaran (1988) identificou correlação positiva para todas as variáveis independentes acima citadas e relações significativas entre a probabilidade de registrar-se no exterior e: a) o tamanho relativo da empresa em seu mercado de capitais local; e b) a proporção de vendas geradas em países estrangeiros.

No processo decisório, o crescimento dos negócios em tamanho, complexidade e diversidades geográficas, com integração e globalização dos mercados, leva os usuários de informação a aperfeiçoarem seus sistemas contábeis para permitir a amplitude, na melhor medida, das informações necessárias para a tomada de decisão (IUDÍCIBUS, 1998; SCHMIDT, 2000).

Estudos relacionados à análise de características de empresas e de seus mercados, tanto de empresas que abrem seu capital quanto de empresas que listam suas ações no exterior, contribuem para a expansão do conhecimento, como reforço e atualização da teoria, e para a sociedade, na possibilidade de avanços e ampliação de sistemas de informações, com melhoria do processo decisório de empresas, de investidores, de entidades reguladoras e de governos. Assim, esta pesquisa se justifica pelo aprofundamento teórico e empírico sobre os fatores que influenciam empresas brasileiras a listar suas ações no exterior, caracterizando essas empresas e contribuindo para um maior conhecimento sobre o mercado de *Depositary Receipt* (DR) brasileiro e sobre as variáveis do mercado de capitais doméstico.

1.2 O Problema

Considerando o contexto apresentado e levando em consideração: (i) a importância do tema dentro da contabilidade gerencial; (ii) a crescente internacionalização do mercado de capitais brasileiro; e (iii) a necessidade de informações para a tomada de decisões relativas à participação das empresas brasileiras em mercados de capitais externos, julga-se relevante a presente investigação científica, que se propõe a responder à seguinte questão: Quais os fatores que influenciam empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras?

1.3 Objetivos

Os objetivos geral e específicos do trabalho estão descritos a seguir.

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral é identificar os fatores que influenciam as empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a. Investigar se a metodologia e as variáveis utilizadas e validadas por Saudagaran (1988), quanto à decisão de as empresas listarem suas ações em mercados estrangeiros, verificam-se para as empresas brasileiras.
- b. Investigar se outras variáveis, dentro do contexto brasileiro, influenciam a decisão de empresas brasileiras em listar suas ações no exterior.

1.4 Hipóteses

As hipóteses estão divididas em três grupos. O primeiro grupo contempla, com adaptações, as hipóteses testadas, com resultados significativos, por Saudagaran (1988): o Tamanho Relativo da Empresa no Mercado Doméstico e a Proporção de Vendas Geradas em Países Estrangeiros. Para esta última variável, por indisponibilidade de informações, foi necessária a adaptação para Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação. O segundo grupo de hipóteses contempla, também com adaptações, as variáveis analisadas por Sanvicente (1996) em estudo sobre as empresas abertas e fechadas. O terceiro grupo trata de outras hipóteses formuladas em busca de mais variáveis explanatórias, escolhidas por representarem possibilidade de relação com a variável dependente: Empresas Listadas no Exterior (FL).

1.4.1 Hipóteses Testadas com Base no Estudo de Saudagaran (1988), com adaptações

- Hipótese 1 – (H1) Tamanho Relativo da Empresa no Mercado [(TREM) = Tamanho da Empresa em relação ao Tamanho Total do Mercado]. A hipótese é de que as empresas brasileiras que são relativamente grandes pelos padrões domésticos têm maior probabilidade de registro de suas ações em mercados externos. Espera-se, portanto, **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente – Empresas Listadas no Exterior (FL).
- Hipótese 2 – (H2) Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP_FN). A hipótese é de que empresas com dependência de mercados estrangeiros (por terem parte de suas receitas advindas de vendas no exterior) têm maior probabilidade

de registro de suas ações no exterior. Espera-se **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente.

1.4.2 Hipóteses Testadas com Base no Estudo de Sanvicente (1996), com adaptações

- Hipótese 3 – (H3) Receita Operacional Líquida (REC). Variável que representa a receita operacional líquida das empresas da amostra. Espera-se que empresas com listagem de suas ações em bolsas estrangeiras sejam as maiores empresas em faturamento existentes no país. Espera-se, portanto, uma **relação positiva** entre esta variável e a situação da empresa de estar listada no exterior (Empresas Listadas no Exterior – FL).
- Hipótese 4 – (H4) Patrimônio Líquido (PAT). Variável que representa o valor do patrimônio líquido das empresas da amostra. Como na variável REC, as empresas com maiores valores patrimoniais seriam as do grupo das listadas no exterior. Espera-se **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente.
- Hipótese 5 – (H5) Margem Operacional [(LBREC) = Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida]. Variável representativa do lucro bruto em relação à receita operacional líquida. Empresas de maior porte tendem a ser mais maduras e consolidadas e, com isso, tendem a crescer menos rapidamente. Assim espera-se uma **relação negativa** entre esta variável e a variável dependente.
- Hipótese 6 - (H6) Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido [(RENTAOP) = Lucro Líquido/Patrimônio Líquido]. Espera-se uma **relação negativa** entre a variável e a variável dependente, aceitando os argumento de Sanvicente (1996, p.10), de que “empresas maiores tendem a ser mais maduras e consolidadas e, com isso, a crescer menos rapidamente. Como boa parte do crescimento resulta de maior rentabilidade nas operações existentes, é de se esperar uma associação inversa entre rentabilidade e a variável aberta”.

- Hipótese 7 – (H7) Crescimento Anual do Faturamento [(CRESCIM) = Taxa de Variação da Receita Operacional Líquida de um ano a outro]. Espera-se uma **relação negativa** entre CRESCIM e a variável dependente Empresas Listadas no Exterior (FL), pois empresas com listagem no exterior tendem a ser as de maior porte, que crescem menos rapidamente.
- Hipótese 8 – (H8) Índice de Liquidez Corrente [(LIQUID) = Ativo Circulante/Passivo Circulante]. Espera-se que haja uma **relação negativa** entre esta variável e a variável dependente. As empresas participantes de mercado externo seriam as menos líquidas. Seriam as empresas com acesso mais fácil a fontes de recursos, tanto de curto quanto de longo prazo. Podem ter menor investimento em capital de giro, por serem capazes de adotar uma política de gestão de tesouraria e de capital de giro mais eficiente.
- Hipótese 9 – (H9) Grau de Endividamento Total [(ENDIV) = Passivo Exigível/Ativo Total]. A variável representa o grau de endividamento, relacionando o passivo exigível com o ativo total. Espera-se, como Sanvicente (1996) em relação às empresas abertas, que as empresas com listagem no exterior sejam as menos endividadas. Ressalta-se que naquele estudo a relação não foi significativa. Assim, é esperada a **relação negativa**, entre esta variável e a variável dependente, porém em pequena intensidade.
- Hipótese 10 – (H10) Aquisições de Ativo Permanente (AQUIST = Aquisições de Ativos Permanentes/Total das Origens). Trata-se de variável representativa do nível de investimento em relação ao total das origens de recursos. As empresas maiores enfrentam maior restrição em relação à retenção de resultados para fins de aquisição de novos ativos, tendo em vista regras estabelecidas para distribuição de lucros. Espera-se, assim, **relação negativa** entre esta variável e a variável dependente.

1.4.3 Outras Hipóteses Testadas

- Hipótese 11 – (H11) Retorno com base no Preço de Ações [(RET_AC) = Taxa de retorno com base no preço das ações]. As ações com maiores retornos seriam mais atrativas aos investidores. O interesse de investidores externos por ações com bons desempenhos influenciaria empresas a listarem suas ações no exterior. Espera-se, portanto, **relação positiva** desta variável com a variável dependente.
- Hipótese 12 – (H12) Retorno com base no Lucro por Ação [(RET_LPA) = Taxa de retorno com base no lucro por ação]. Como na variável RET_AC, ações com maiores retornos seriam mais atrativas aos investidores, o que estimularia empresas a listarem suas ações no exterior. Espera-se, portanto, **relação positiva** desta variável com a variável dependente.
- Hipótese 13 - (H13) Índice Lucro sobre o Preço de Cotação [(LPA_P) = Indicador de lucratividade da ação em relação ao preço dessa ação]. Como tem no denominador o preço de cotação da ação, isso poderia indicar que ações com grande liquidez e valorização do seu preço implicaria menores índices de LPA_P. Assim, espera-se **relação negativa** desta variável com a variável dependente.
- Hipótese 14 – (H14) Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial [(VPA) = Valor de Mercado das Empresas/Valor Patrimonial)]. Trata-se do *Market to book value*, representando o valor de mercado da empresa em relação ao seu valor patrimonial (valores contábeis). O indicador pode capturar o momento em que as ações estão valorizadas, tornando interessante a emissão de novas ações (HOVAKIMIAN et al., 2001 apud MEDEIROS e DAHER, 2004; RAJAN; ZINGALES, 1985 apud MEDEIROS e DAHER, 2004). Por analogia, poderia ser o momento interessante para listar ações no exterior, pela

atratividade a novos investidores. Assim, espera-se **relação positiva** desta variável com a variável dependente.

- Hipótese 15 – (H15) Tangibilidade dos Ativos [(TNG_ATIVO) = Ativos Permanentes)]. Variável utilizada para identificar os valores de imobilizado das empresas da amostra. Medeiros e Daher (2004) indicam que empresas com maiores ativos fixos normalmente seriam empresas de grande porte no mercado, o que as fazem conseguir emitir novas ações a preços justos, não necessitando recorrer à emissão de dívidas para financiar novos investimentos. Assim, espera-se **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente.
- Hipótese 16 - (H16) Ativo Total (ATIVO_TOT). Valor do total de ativos das empresas da amostra. Como na variável TREM (tamanho relativo da empresa no mercado), empresas de grande porte em relação aos seus ativos totais teriam representatividade no mercado, o que poderia influenciar na opção da empresa em se lançar no mercado externo. Espera-se **relação positiva** desta variável com a variável dependente.
- Hipótese 17 – (H17) Captação via Emissão de Ações (EMIT_AC). Esta variável foi utilizada como *proxy* para indicar se as empresas da amostra são captadoras de recursos, via emissão de ações. As empresas que captam no mercado de capitais nacional teriam mais experiência nesse tipo de transação, o que as encorajaria a buscar outros mercados, listando suas ações no exterior. Espera-se uma **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente.
- Hipótese 18 – (H18) Governança Corporativa (GOV_CORP). Esta variável representa se a empresa da amostra é participante ou não das melhores práticas de Governança Corporativa (Níveis 1, 2 ou Novo Mercado). Empresas com melhores práticas de Governança Corporativa estabelecem relação mais confiável com o mercado, sendo,

portanto, mais atraentes aos investidores. Espera-se que ocorra uma **relação positiva** entre esta variável e a variável dependente.

→ Hipótese 19 – (H19) Setor da Economia (SET_ECO). Variável indicativa do setor da Economia do qual a empresa participa. O ramo de atividades pode influenciar no porte da empresa, a exemplo das empresas siderúrgicas, de Papel & Celulose e Telecomunicações. Determinados setores da economia poderiam estar ou não mais propensos a buscar novos mercados, com listagem de suas ações no exterior. Assim, espera-se **relação positiva ou negativa** entre esta variável e a variável dependente.

1.5 Delineamento da Pesquisa

Segundo Kerlinger (1979), o delineamento de pesquisa configura o plano e a estrutura de investigação, concebidos de forma a obter respostas à pergunta da pesquisa. Raupp e Beuren (2003) indicam que não há padrão terminológico entre os autores para identificar os procedimentos metodológicos aplicáveis às ciências sociais, particularmente à Contabilidade. Ressaltam que diante das inúmeras tipologias (se descritiva ou experimental, se exploratória, descritiva ou explicativa), o melhor seria refletir sobre as que guardam maior relação com o que se pretende investigar.

Trata-se de pesquisa quantitativa, com abordagem empírica, pois objetiva analisar a interação de variáveis relativas a empresas brasileiras com ações listadas e não listadas em bolsas estrangeiras, que são analisadas através de um modelo de escolha binária (*binary choice*).

Pela definição de Kerlinger (1979), trata-se de pesquisa não-experimental ou *ex post facto*. O autor considera que:

Na pesquisa *ex post facto*, a manipulação de variáveis independentes não é possível. [...] variáveis independentes chegam ao pesquisador como estavam, já feitas. Já exerceram seus efeitos, se os havia. [...] Em muitas pesquisas não-experimentais observamos y, a variável dependente, e depois voltamos para encontrar o x ou os xx que provavelmente tenham influenciado y (KERLINGER, 1979, p. 131-133).

O autor registra, contudo, que, em relação à formulação de hipóteses, não haveria diferença entre a pesquisa não-experimental e a experimental, onde as afirmativas, na forma de “se p, então q” são testadas empiricamente, com validade para se afirmar se uma relação existe e qual a sua natureza.

Quanto aos objetivos, trata-se de pesquisa descritiva, na medida em que procura descrever características de determinada população, fenômeno ou estabelecimento de relação entre as variáveis. Descrever, segundo Raupp e Beuren (2003, p. 81), significa “identificar, relatar, comparar”. Neste tipo de pesquisa os fenômenos são estudados, mas não manipulados pelo pesquisador.

Para a análise empírica, utilizam-se dados secundários, disponibilizados pela Economática®, CVM, Bovespa e Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC).

1.6 Delimitações do Trabalho

Este trabalho procura seguir as linhas estabelecidas por Saudagaran (1988). No entanto, diferentemente daquele estudo, que enfoca empresas e mercados de capitais de diversos países, o presente trabalho está voltado apenas ao processo decisório das empresas brasileiras com relação ao seu registro no mercado de capitais estrangeiros, por meio de *Depositary Receipt* (DR).

A literatura sobre os DRs enfoca mais os *American Depositary Receipts* (ADRs), pelo fato de o instrumento ter tido origem nos Estados Unidos da América e por ter aquele país o

maior número de empresas estrangeiras listadas em suas bolsas de valores. No Brasil, a ênfase também está nos ADRs: dos 135 programas DR em ser, no primeiro semestre de 2004, oitenta e seis (86) são ADR – cerca de 64 %.

Por indisponibilidade de informações sobre determinadas variáveis analisadas por Saudagaran (1988) - empregados, ativos e vendas no exterior, houve exclusão de algumas variáveis e adaptação de uma delas: a variável Proporção de Vendas Geradas em Países Estrangeiros foi transformada em Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação. São agregadas nesta pesquisa novas variáveis, consideradas importantes no contexto do mercado doméstico.

Como na pesquisa de Saudagaran (1988), os testes empíricos limitam-se aos fatores observáveis e quantificáveis.

1.7 Estrutura do Trabalho

A presente pesquisa está dividida em cinco capítulos, que abordam os seguintes assuntos:

- o presente capítulo traz a introdução ao tema, onde é contextualizado o objeto de estudo, justificando a contribuição esperada com a pesquisa. Neste capítulo, são apresentados o problema de pesquisa, os objetivos a serem atingidos com o trabalho, as hipóteses formuladas, o delineamento da pesquisa e a estrutura do trabalho;
- o segundo capítulo contempla a fundamentação teórica onde é apresentada a revisão bibliográfica do tema estudado. Contém informações sobre a pesquisa norteadora deste trabalho - a de Saudagaran (1988) - e outras que serviram para, principalmente, justificar a formulação de mais hipóteses sobre as variáveis que influenciam as empresas brasileiras a listar suas ações no exterior;

- no terceiro capítulo encontra-se a metodologia adotada para o desenvolvimento do trabalho, com informações sobre a coleta, descrição e tratamento das variáveis estudadas. Também é detalhado o modelo probabilístico *Logit*, que é um modelo de escolha binária, utilizado nos testes empíricos realizados para testar as hipóteses;
- o quarto capítulo contém as análises sobre os resultados obtidos nos testes univariados e multivariados realizados;
- o quinto capítulo apresenta as conclusões da pesquisa e sugestões para novos trabalhos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo contempla a revisão da literatura sobre o tema pesquisado, com informações sobre o mercado de capitais, a oferta de ações, os *Depositary Receipts* (DRs) e suas particularidades. Contempla também informações sobre a pesquisa de Saudagaran (1988) e outras que serviram para a formulação das demais hipóteses sobre as variáveis que influenciam as empresas brasileiras a listar suas ações no exterior.

2.1 O Mercado Financeiro, o Mercado de Capitais e a Oferta Pública de Ações

O mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições financeiras (IF) e instrumentos financeiros destinados a transferir recursos dos ofertantes para os tomadores, criando liquidez no mercado (ANDREZO; LIMA, 1999). Tradicionalmente, segundo esses autores, o mercado financeiro divide-se em duas categorias, conforme os prazos das operações:

- o mercado de crédito (conjunto de IF e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de prazo curto, médio ou aleatório, como no caso dos depósitos a vista); e
- o mercado de capitais (conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio ou longo prazo ou de prazo indefinido, como no caso de ações).

Assaf Neto (2001) ressalta que os segmentos sugeridos de mercado muitas vezes se confundem na prática, por haver interação entre eles. Esse autor divide a intermediação financeira em quatro subdivisões:

- mercado monetário (com as operações de curto e curtíssimo prazo, com controle ágil da liquidez da economia e das taxas de juros);

- mercado de crédito (operações de financiamento de curto e médio prazos, direcionadas aos ativos permanentes e capital de giro das empresas – constituído pelos bancos comerciais e sociedades financeiras);
- mercado de capitais (que contempla as operações financeiras de médio e longo prazos e de prazo indeterminado com as operações com ações); e
- mercado cambial (com as operações de conversão de moeda de um país pela de outro).

No mercado de capitais as operações são normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou por meio de intermediários financeiros não-bancários, abrangendo o conjunto de operações com valores mobiliários, onde, entre outros instrumentos⁹, estão as ações. São operações realizadas em bolsas e mercados organizados, tendo como participantes os investidores institucionais, as empresas de grande porte e grandes investidores individuais.

Hartung (2002) considera o mercado de capitais um sistema de distribuição de valores mobiliários, com objetivo de proporcionar liquidez aos títulos emitidos por empresas, viabilizando seu processo de capitalização.

Assaf Neto (2001) registra que o mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico, como municiador de recursos permanentes para a economia, pela ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança (investidores) e os carentes de recursos de longo prazo (os que apresentam déficit de investimentos). Essa troca de recurso é operacionalizada por meio de diversas modalidades de financiamento. Os financiamentos por prazo indeterminado, segundo esse autor, são considerados forma vantajosa de levantar recursos e são efetuados com as operações envolvendo a emissão e a subscrição de ações, operações típicas das sociedades anônimas. Assim, quando uma empresa deseja um financiamento por meio de uma chamada de capital,

⁹ Andrezo e Lima (1999, p. 5) citam “as ações, partes beneficiárias, debêntures, cupões desses títulos, bônus de subscrição, certificados de depósitos de valores mobiliários, entre outros [...]”.

procura uma instituição financeira do mercado de capitais capacitada para a operação (banco de investimento ou de desenvolvimento, sociedade corretora isolada ou em consórcio) e oferece à venda lote das novas ações emitidas (subscrição de ações) – mercado primário. Após essa operação, os investidores podem negociar as ações entre si no mercado secundário, identificado nas negociações que se efetuam nos pregões das bolsas de valores.

Mercado primário é aquele onde se negocia a subscrição ou venda dos novos títulos, sendo, portanto, onde ocorre o real trânsito dos recursos captados diretamente para a entidade emissora. Mercado secundário é onde se negociam os títulos e valores mobiliários decorrentes do mercado primário. Não há ingresso de recursos novos para a entidade que emitiu o título (ANDREZO; LIMA, 1999).

As empresas podem ofertar e negociar suas ações no mercado doméstico (do país onde a empresa está sediada) ou podem ofertar e negociar títulos representativos de ações também no mercado exterior, o que contribui para a globalização da empresa.

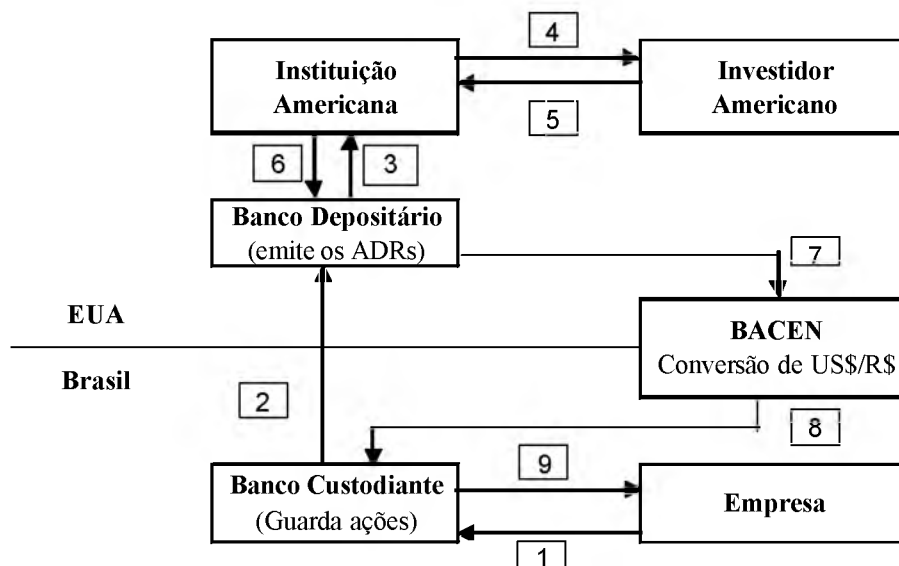
2.2 *Depositary Receipt (DR)*

O *Depositary Receipt (DR)* é o instrumento pelo qual uma empresa aberta negocia suas ações em mercado diferente do doméstico (onde está situada). Para Andrezo e Lima (1999, p. 227), eles são "certificados representativos de direitos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por Instituição Depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil". No Brasil, a negociação desses certificados depende de aprovação do respectivo programa pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e CVM e, no exterior, pelas respectivas autoridades competentes. Para esses autores, optar por DRs contribui para a:

→ diversificação da carteira dos investidores internacionais;

- maior liquidez e desempenho do preço da ação;
- pulverização da base de acionistas;
- captação de altos recursos.

As Figuras 3 e 4 mostram os dois tipos de processos para o lançamento de DRs. A diferença básica entre eles consiste na emissão de novas ações para os programas com captação de recursos (Figura 3) e o lastro em ações já existentes para os programas sem captação de recursos (Figura 4).



- 1) Comunicação do programa de ADR e entrega dos valores mobiliários ao Banco Custodiante a serem colocados no exterior
- 2) Comunicação ao Banco Depositário
- 3) Emissão de ADR para instituição americana
- 4) Entrega de ADR ao investidor americano
- 5) Pagamento dos títulos pelo investidor
- 6) Corretor repassa dinheiro ao Banco Depositário
- 7) Conversão de moeda via BACEN
- 8) Repasse dos Reais ao Banco Custodiante
- 9) Repasse dos Reais à Empresa

Figura 3 – Emissão de DR com Captação de Recursos - Mercado Primário
 Fonte: Adaptado de Andrezo e Lima (1999, p. 228)

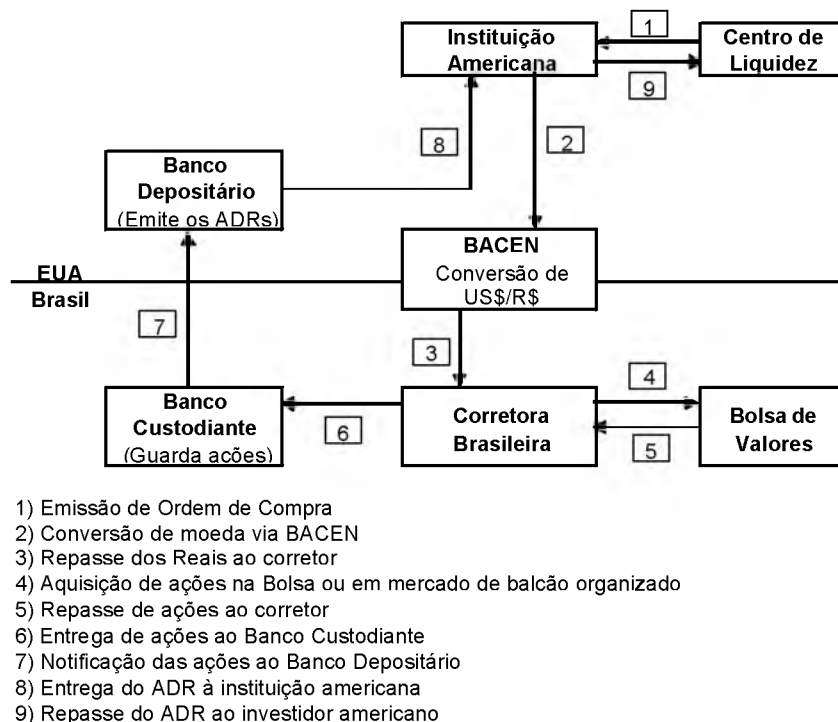


Figura 4 – Emissão de DR sem Captação de Recursos - Mercado Secundário
 Fonte: Adaptado de Andrezo e Lima (1999, p. 229)

Andrezo e Lima (1999) informam que os tipos mais conhecidos de DR são: *American Depositary Receipt (ADR)* - para o mercado norte-americano; *International Depositary Receipt (IDR)* e *Global Depositary Receipt (GDR)* - mercado europeu, e que os ADRs são a espécie mais comum de DRs.

Bolsa de Valores de São Paulo (2004a, p. 1), assim define:

ADR – Recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco norte-americano. Instrumento de negociação criado para que emitentes de títulos cotados em outros países atendessem às normas e regulamentos norte-americanos de registro de títulos, e facilitar o recebimento de dividendos por parte de investidores dos Estados Unidos;

GDR – Equivalem ao ADR, para giro em outros mercados, com base em Londres. Normalmente, são registrados, compensados e liquidados por câmaras de compensação do *Euromarket*¹⁰, e não por bancos.

¹⁰ *Euromarkets* – “ Mercados financeiros e futuros denominados em euros ou moedas europeias, vendidos a investidores não nascidos no país que emite a moeda utilizada como instrumento de pagamento dos títulos ou valores mobiliários emitidos” (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004a).

Os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) são, conforme Bolsa de Valores de São Paulo (2004a), Certificado de Depósito de Valores Mobiliários, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhados, com sede no exterior, emitido por instituição depositária no Brasil.

A Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (2004) complementa que, em 1996, foi regulamentada a emissão de BDR no Brasil. A instituição custodiante deve ser autorizada por órgão similar à CVM, e que os BDRs são classificados conforme sua negociação, que pode ser: (i) exclusivamente em mercado de balcão não organizado (Nível I); (ii) em Bolsa de Valores, em mercado de balcão organizado ou em sistema de negociação eletrônico (Nível II); e (iii) de distribuição pública no mercado, admitida a negociação também em Bolsa de Valores, em mercado de balcão organizado ou em sistemas eletrônicos de negociação (Nível III).

Os ADRs, segundo Hartung (2002), surgiram em 1927, quando a empresa *J.P. Morgan*¹¹ realizou a primeira emissão, possibilitando que norte-americanos pudessem adquirir ações de companhias inglesas. A partir daí inicia-se a abertura para que investidores norte-americanos pudessem aplicar seus recursos em empresas estrangeiras. As regras para lançamento de ADR são, em geral, rigorosas e o objetivo é proteger investidores norte-americanos.

A partir da experiência norte-americana, outros mercados disciplinaram seus programas DR. Assim, surgem IDR, GDR e, em 1996, o BDR (*Brazilian Depositary Receipt*). Na relação de programas DR (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004), constam outros dois tipos de DR: o DR Argentina e o DR Espanha.

¹¹ Instituição de serviços financeiros dos Estados Unidos da América (EUA). Atualmente denominada *J. P. Morgan Chase* (SBC NOTÍCIAS, 2004).

As espécies de ADR se diferenciam em relação ao nível de exigências de transparência e adequação às normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹², das bolsas locais e observância aos *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP)¹³ (ANDREZO; LIMA, 1999):

- ADR nível I (*Pink Sheet*): ocorre apenas a conversão em ADRs das ações da empresa adquiridas em bolsas brasileiras e, conseqüente, negociação dos ADRs em mercado de balcão norte-americano, *Over the Counter* (OTC), via terminal de computador. As ações que lastreiam os ADR já existem no mercado secundário. Não há captação de recursos novos pela empresa emissora. As formalidades junto à SEC são menores. Não há necessidade de adaptação da contabilidade aos padrões norte-americanos. É mais simples, barato e dá liquidez à ação, com ampliação da base de acionistas.
- ADR nível II (*Lister*) – também não permite a captação de novos recursos, mas permite à empresa listar suas ações nas bolsas norte-americanas (exemplo: NYSE, AMEX ou NASDAQ). Exige registro completo na SEC, registro em uma das bolsas norte-americanas, adaptação ao USGAAP e fornecimento periódico de informações detalhadas aos investidores. É um processo mais demorado e com custo mais alto.
- ADR nível III (*Fully Registered*) – permite a oferta pública de ADRs, pois ocorre emissão de novas ações. Há, portanto, captação de novos recursos pela empresa emissora. Há necessidade de registro na SEC (mais completo que o exigido pelo nível II), adaptação aos USGAAP e elaboração do prospecto de venda. Os custos são mais significativos.
- ADR "Rule 144A" – autoriza negociação de valores mobiliários (tanto títulos como ações) de certas empresas junto à comunidade dos *Qualified Institutional Buyers* (QIB)¹⁴ -

¹² SEC – Instituição reguladora e fiscalizadora das operações no mercado de capitais norte-americano.

¹³ USGAAP - Princípios contábeis norte-americanos geralmente aceitos (tradução conforme Hendriksen e Van Breda, 1999).

¹⁴ *Qualified Institutional Buyers* (QIB) – Investidores institucionais qualificados. Pode-se comparar com a PREVI brasileira. São investidores com experiência no mercado de capitais.

investidores institucionais, com o objetivo de agilizar a liquidez no mercado de colocações privadas nos EUA. Os custos e restrições são menores, pois se entende que esses investidores são experientes o bastante para fazerem suas próprias análises. Não há necessidade de registro na SEC e de adaptação aos USGAAP. É preciso apresentar um Memorando de Oferta com informações baseadas em recente Relatório Anual completo da empresa emissora, com poucas modificações. Basicamente, são as exigências do ADR Nível I.

Hartung (2002) separa os ADR em dois grupos: no primeiro não existe captação de recursos (ADRs Níveis I e II) e no segundo há captação de recursos (ADR Nível III e pela Regra 144A).

O relatório “ADR’s Junho de 2004” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004a) também informa a modalidade de ADR do tipo Regulamento S (ou REG S), para o qual não é necessário o registro na SEC, nem atender normas contábeis dos EUA. Há, nesta modalidade, lançamento de novas ações e é negociado somente entre não norte-americanos.

2.3 Pesquisas Anteriores

O presente estudo baseia-se fundamentalmente em Saudagaran (1988). Outros estudos enfocam a decisão das empresas em ofertarem suas ações no exterior. Entre eles, destacam-se Desai (2004), Pagano et al.(2001) e Pagano; Röell e Zechner (2002). No Brasil, verificam-se pesquisas semelhantes em relação à decisão de empresas abrirem ou não seu capital no mercado doméstico, realizadas por Sanvicente (1996) e pela Bovespa, conforme Relatório Anual de 2003 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b).

Bin; Morris e Chen (2003) tratam questões relacionadas à influência da variação cambial na precificação de ADRs. Para esses autores o prêmio pelo risco cambial pode ser

entendido por investidores como benefícios potenciais de diversificação de carteira e de oportunidade de *hedging* com investimentos internacionais. Tal como Saldagaran (1988), o presente trabalho não aborda especificamente o problema do risco cambial na decisão de as empresas brasileiras listarem suas ações no exterior, por considerar que a preocupação com esse tipo de risco está no lado da demanda, isto é, do investidor eventualmente interessado em adquirir DRs e não do lado da oferta, isto é, das empresas emitentes. Em outras palavras, isso significa que, se a empresa interessada em emitir DRs identificou a existência de uma demanda potencial por esses papéis no mercado-alvo, ela assumirá que os investidores são racionais e que eles consideraram, nos seus cálculos de retorno esperado, o prêmio não só pelo risco cambial, mas também pelo risco político.

Karolyi (1998) e Viswanathan e Zychowicz (2003), também consultados, realizam trabalhos sobre a listagem de ações no exterior, porém, seus objetivos estão direcionados à análise do comportamento do mercado. Tabak e Lima (2004), de forma semelhante, estudam o impacto sobre as ações brasileiras após o registro de ADRs no mercado norte-americano, não priorizando, da mesma forma, a análise das características das empresas envolvidas com a listagem no exterior. Por esse motivo, não são detalhados neste trabalho.

2.3.1 Saudagaran (1988): *An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges*

Saudagaran (1988) observou que o grande número de corporações cujos valores mobiliários eram comercializados nas bolsas de valores estrangeiras estava tornando pouco clara a distinção entre mercados de capitais locais e internacionais. Seu estudo procura responder à seguinte indagação: o que motiva uma empresa a ter suas ações registradas numa bolsa de valores estrangeira?

Segundo Saudagaran (1988), se uma companhia realiza a maior parte de suas transações comerciais e levanta capital no seu próprio país, pode não ser necessário preocupar-se em registrar seus títulos nas bolsas de valores de outros países. Porém, com o crescente processo de globalização dos negócios, as empresas vêm reconhecendo o potencial de crescimento, por meio da expansão no exterior. Acrescenta ainda que uma empresa pode tornar-se extremamente grande internamente antes de sentir a necessidade de envolver-se em operações no exterior. À medida que as empresas crescem, elas procuram tecnologia, pessoal, matéria-prima e capital em países estrangeiros. A busca por capital externo, seja na forma de dívida ou de participação acionária, é suficientemente importante para motivá-las a considerar o registro de suas ações nas bolsas de valores estrangeiras.

A pesquisa desse autor utilizou a seguinte metodologia:

- realização de testes buscando diferenças significativas nas características das empresas que são registradas em uma ou mais bolsas de valores estrangeiras (*firms that are listed on one or more foreign stock exchange – foreign listed - FLs*) e empresas que são registradas apenas em suas bolsas locais (*firms that are only listed on their domestic exchanges – not foreign listed - NFLs*);
- utilização das variáveis independentes: tamanho relativo da empresa no contexto doméstico, proporção de vendas no exterior, ativos existentes no exterior e empregados sediados no exterior;
- utilização de um subconjunto amostral para conduzir testes de pares não-paramétricos combinados entre um grupo de tratamento de FLs e um grupo de controle de NFLs;
- implantação de um controle das empresas por nacionalidade, indústria (ramo de atividades) e tamanho absoluto; e inserção das variáveis num modelo *Logit*.¹⁵

¹⁵ Modelo *Logit* é um modelo de escolha binária que utiliza a função logística como sua função de ligação (PICCHETTI, 2000). Detalhamento do modelo encontra-se na seção 3 sobre metodologia.

A pesquisa ainda considerou os seguintes fatores prováveis que motivariam o registro no exterior:

- financeiros - O nível de liquidez e o grau de segmentação¹⁶ do mercado de capital doméstico podem ser um importante fator na determinação do custo de capital de uma empresa. Empresas em países com mercados de capitais relativamente pequenos podem enfrentar uma curva de oferta inelástica se as fontes de capital domésticas forem restritas. Uma nova emissão de ações pode saturar o mercado local e baixar os preços das ações da companhia. As empresas podem recorrer a mercados de capitais maiores que os de seu próprio país, num esforço para expandir a base de investidores potenciais e aumentar a demanda por suas ações. O registro no exterior também pode colocar uma empresa numa melhor posição para lidar com aquisições externas e fusões;
- *marketing* e relações públicas - Registrar em bolsas estrangeiras poderia ser considerado benéfico com relação ao aumento da visibilidade da empresa e colaboração com o esforço de *marketing* ao ampliar a identificação do produto no país anfitrião. Outro fator que muitas vezes é desprezado é o das relações públicas. Por meio de negociações com autoridades, distribuição de prospectos, anúncios na imprensa e encontros com jornalistas e analistas financeiros uma companhia se expõe fortemente na comunidade financeira nacional;
- políticos - Na medida em que os investidores do país anfitrião adquirem ações da empresa estrangeira, obtém-se apoio local e neutralizam-se possíveis sentimentos nacionalistas hostis que podem existir no país anfitrião. A maioria das bolsas estipula que empresas registradas, locais e estrangeiras, distribuam, periodicamente, informações financeiras num formato com o qual o investidor local esteja familiarizado. É provável que um

¹⁶ “O conceito de segmentação, quando aplicado aos mercados de capitais de diferentes países, pode ser definido como o isolamento de dois mercados, decorrente de barreiras explícitas, de impedimentos ao fluxo de informações relevantes pertinentes aos ativos transacionados nos dois mercados” (MARCON, 2002, p. 46).

registro local faça aumentar o interesse pela empresa, vindo de analistas de valores locais, assim como um monitoramento mais próximo pela mídia financeira;

→ motivação do empregado - A maior dependência sobre o trabalho estrangeiro provavelmente requer maior atenção às relações de trabalho em filiais estrangeiras. Sem esse esforço, pode ser extremamente difícil para as empresas multinacionais e suas sucursais no exterior desenvolver e manter o tipo de relações com empregados necessárias para o sucesso de suas operações. Muitas empresas estabelecem benefícios onde os empregados podem se tornar acionistas da empresa. A expectativa é que empregados com participação na empresa tenham maior probabilidade de estar atentos ao desempenho econômico. Em vista da crescente importância de pessoal estrangeiro para muitas empresas, a expectativa de melhores relações trabalhistas no exterior pode justificar os custos do registro no estrangeiro.

2.3.1.1 Hipóteses testadas por Saudagaran (1988)

Saudagaran (1988) testou quatro hipóteses, relacionadas: (i) ao tamanho relativo da empresa na bolsa doméstica; (ii) à importância de países estrangeiros como mercados para produtos das empresas; (iii) ao investimento relativo em países estrangeiros; e (iv) ao tamanho relativo da força de trabalho estrangeira.

2.3.1.1.1 Tamanho Relativo da Empresa na Bolsa Doméstica (MV/TV)

A hipótese H1, testada por Saudagaran (1988), afirma que as empresas que são relativamente grandes pelos padrões domésticos têm mais probabilidade de registro numa bolsa de valores no exterior.

O tamanho relativo é dado pela equação (1):

$$\text{Tamanho Relativo da Empresa} = \frac{MVSC_{it}}{TMVCS_{jt}} \quad (1)$$

Onde:

$MVCS_{it}$ = valor de mercado das ações ordinárias em circulação da empresa i no final do ano.
 $TMVCS_{jt}$ = valor de mercado das ações ordinárias de todas as empresas domésticas registradas na bolsa de valores j no final do ano t .

Índices de concentração de capitalização de mercado oferecem uma indicação do tamanho relativo das empresas nas suas respectivas bolsas domésticas. Assim, de acordo com H1, a Nestlé, que responde por 11,7% (tamanho relativo) do valor total de mercado de todas as empresas domésticas registradas nas bolsas de valores da Suíça, teria mais probabilidade ao registro no exterior que a IBM, que representa 4,5% do valor de mercado das empresas domésticas registradas na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Isso, a despeito do fato de a IBM, com uma valorização de mercado de US\$ 78 bilhões (tamanho absoluto) ser maior que a Nestlé, com um valor de mercado de US\$ 5,4 bilhões (*THE ECONOMIST*, 25 de maio de 1985 apud SAUDAGARAN, 1988). Isso não significa que o tamanho absoluto das empresas seja irrelevante na decisão de registrar no exterior. A grande parte das maiores bolsas de valores incluem certos critérios de tamanho mínimo (por exemplo: total de ativos, valor de mercado de ações ordinárias em circulação, total da participação acionária dos portadores de ações ordinárias) entre seus pré-requisitos para o registro. Esses pré-requisitos, combinados com os custos marginais (incrementais) do registro, podem levar o tamanho absoluto da empresa a tornar-se um fator relevante na decisão de se registrar.

2.3.1.1.2 Importância de Países Estrangeiros como Mercados para Produtos das Empresas (FS/TS)

O estudo de Saudagaran (1988) verificou que muitas empresas dos EUA estavam registradas em bolsas européias, consideravelmente menores que as bolsas dos EUA. Um possível motivo seria a visibilidade e o reconhecimento do nome gerado pelo registro naqueles países, os quais podem ser importantes mercados para os produtos das empresas.

Por essa razão, "*marketing*" foi o motivo para a decisão de se registrar, usando a relação do total de vendas ao exterior da empresa sobre o seu total de vendas. O total de vendas no exterior é uma soma de exportações diretas do país nativo e vendas pelas subsidiárias no exterior. As vendas no exterior e a cifra total de vendas são para operações consolidadas (de grupo) após eliminar transações intra-empresas e excluir impostos e taxas alfandegárias. Uma taxa de câmbio média para o ano foi usada para converter contas de empresas de fora dos EUA para dólares norte-americanos. Assim, a segunda hipótese testada foi:

H2: Empresas com maior dependência em relação a mercados estrangeiros (mais alta porcentagem de vendas no exterior) têm maior probabilidade de registro no exterior.

A equação (2) foi utilizada para testar essa hipótese:

$$\text{Índice de Vendas no Exterior} = \frac{\text{Total de Vendas no Exterior}}{\text{Total de Vendas Mundiais}} \quad (2)$$

2.3.1.1.3 Investimento Relativo em Países Es trangeiros (FA/TA)

Segundo Saudagaran (1988), o tamanho relativo de seus investimentos no exterior indica, em termos de ativos físicos, quanto a empresa investiu no estrangeiro. Provavelmente, afeta também a sua disposição para aceitar as condições estabelecidas por governos anfitriões

para fazer negócios naqueles países. Foi utilizada, na pesquisa desse autor, a magnitude relativa do investimento de uma empresa, em ativos físicos no exterior, para medir a importância dos motivos políticos para o registro no exterior. Assim, a terceira hipótese testada por esse autor foi:

H3: Empresas com proporções relativamente altas de ativos estrangeiros têm mais probabilidade de serem registradas em bolsas no exterior.

A equação (3) foi utilizada para testar essa hipótese:

$$\text{Investimento Relativo em Países Estrangeiros} = \frac{\text{Ativos no Exterior}}{\text{Total de Ativos}} \quad (3)$$

2.3.1.1.4 Tamanho Relativo da Força de Trabalho Estrangeira (FE/TE)

Empresas que provavelmente precisam ter um certo nível de emprego em suas operações no exterior, antes do registro, podem se decidir pela listagem com o intuito de melhorar as relações de trabalho e motivar empregados estrangeiros por meio do uso de planos de participação acionária na remuneração de empregados no exterior. A hipótese relacionada ao emprego no estrangeiro foi:

H4: Empresas com um número de empregados no exterior relativamente grande são mais propensas ao registro em bolsas estrangeiras.

Foi utilizada a equação (4) para medir o nível relativo de emprego estrangeiro nas empresas.

$$\text{Índice de Empregados no Exterior} = \frac{\text{Empregados no Exterior}}{\text{Total de Empregados}} \quad (4)$$

2.3.1.2 Seleção da Amostra e Fonte de Dados

Saudagaran (1988) utilizou listagem da revista econômica *Euromoney*, de 1985, para montar a amostra de empresas FLs (com listagem no exterior). Eliminou empresas que não se enquadravam nos ramos de indústria e varejo, as que não estavam registradas em pelo menos uma bolsa de valores estrangeira ou as que não estavam sediadas nos países pesquisados. A amostra final de FLs ficou com 223 empresas.

As empresas NFL (não listadas no estrangeiro) foram obtidas de *Stopford e Dunning* de 1983, publicação que enumerava as 500 maiores empresas multinacionais, de 1981, com base em vendas gerais (mundiais). Todas essas empresas também apareceram em listas das maiores 500 empresas industriais dos Estados Unidos e das maiores 500 empresas industriais não sediadas naquele país, listadas nas edições de maio e agosto de 1982 da revista *Fortune*. Essa lista relacionou 258 empresas NFLs. A partir da amostra total de 223 FLs e 258 NFLs, foram combinadas 104 das FLs com NFLs em função da nacionalidade, indústria e tamanho (número de empresas da amostra).

O ano de 1981 foi o ano utilizado para os dados sobre a variável de operações no exterior (i.e., vendas no exterior, ativos no exterior e empregados no exterior) disponíveis para uma amostra razoavelmente grande. A publicação *Stopford e Dunning*, de 1983, forneceu essas variáveis. Os dados faltantes foram conseguidos por meio de contato direto com as empresas envolvidas.

Nove bolsas de valores em oito países foram selecionadas para inclusão na pesquisa. A seleção levou em conta o tamanho de cada bolsa de valores, a importância econômica dos países nos quais as bolsas estão situadas e seus graus de internacionalização a julgar pelo número de empresas estrangeiras que têm suas ações registradas nessas bolsas (Quadro 2).

Domicílio	Bolsas							
	NY/AMR	LDN	AMS	TOR	PAR	TKY	FRA	ZUR
EUA	--	73	67	27	32	9	40	65
Reino Unido	13	--	8	1	9	0	7	5
Países Baixos	4	4	--	0	4	0	3	4
Canadá	8	6	4	--	6	0	0	3
França	0	1	2	0	--	1	4	2
Japão	13	5	7	3	4	--	17	4
Alemanha	0	4	4	0	8	0	--	8
Suíça	0	1	1	0	1	0	3	--
Total	38	94	93	31	64	10	74	91

Códigos das Bolsas de Valores: AMR = Norte-Americana, AMS = Amsterdã, FRA = Frankfurt, LDN = Londres, NY = Nova Iorque, PAR = Paris, TKY = Tóquio, TOR = Toronto, ZUR = Zurique

Quadro 2 – Saudagaran (1988): Amostra de Empresas por Domicílio e Bolsas

Fonte: Saudagaran (1988)

2.3.1.3 Testes Empíricos

As seguintes abreviações foram usadas por Saudagaran (1988) para as variáveis: MV/TV refere-se ao tamanho relativo das empresas dentro do contexto doméstico, onde o valor de mercado (MV) é obtido ao multiplicar-se o número de ações ordinárias em aberto, da empresa, no final do ano de 1981, pelos preços das mesmas ações naquela data. TV é a soma dos MVs para todas as empresas domésticas registradas na bolsa de valores. FS/TS é a proporção de vendas geradas no exterior, onde FS (vendas no exterior) é uma soma de exportações diretas do país natal e vendas no exterior pelas subsidiárias estrangeiras. TS é o total de vendas do grupo (FS e TS excluem tributos e taxas alfandegárias). FA/TA é a medida do investimento estrangeiro relativo, onde a variável ativos estrangeiros (FA) representa o valor contábil histórico dos ativos de longo prazo investidos em países estrangeiros, e o total em ativos (TA) é o valor contábil histórico de ativos de longo prazo da empresa. FE/TE indica a proporção de empregados em países estrangeiros relativa à força de trabalho total da empresa.

Saudagaran (1988) comparou as FLs e NFLs com base em tamanho. Os ativos das empresas, vendas e valores de mercado foram usados como medidas substitutas. Os resultados

sugerem que as FLs são significativamente maiores que as NFLs em cada uma das três medidas, indicando que tamanho absoluto da empresa influencia a decisão de registrar-se no exterior.

Segundo Saudagaran (1988), a nacionalidade de uma empresa (país sede) pode também influenciar sua decisão de registro. Possíveis razões para isso são a dimensão do relatório financeiro e as exigências para o registro, o que pode afetar o custo de um registro no exterior e, ainda, o tamanho do mercado de capital e do mercado de produtos no país sede. A predominância de empresas dos EUA, do Japão e do Reino Unido coincidiu com o tamanho de seus mercados de capital domésticos.

Registros no exterior podem também variar por indústria (setores econômicos). O setor econômico pode relacionar-se a certas variáveis, como tamanho, nível de tecnologia e intensidade de capital. Empresas em determinadas indústrias (i.e., óleo, gás e petróleo, equipamento elétrico e eletrônico) mostraram uma maior propensão ao registro em bolsas de valores no exterior.

2.3.1.3.1 Testes Univariados

→ **Tamanho Relativo no País Sede (H1)** - O tamanho relativo é medido pelo índice (relação) valor de mercado da empresa sobre o valor de mercado da bolsa de valores doméstica (MV/TV). Após eliminar os dados onde o valor de mercado para um ou ambos os mercados não estavam disponíveis para 1981, sobraram 92 empresas. Em 62 dessas empresas o tamanho relativo das registradas é maior, enquanto em apenas 30 casos a empresa não listada é maior. A probabilidade de os resultados obtidos ter ocorrido por acaso foi menor que 0,01. Por esta razão, o tamanho relativo da empresa no contexto

doméstico tem uma significativa influência na decisão de registrar-se no exterior, com as empresas relativamente maiores mostrando maior probabilidade de registro no exterior.

- **Importância dos Mercados de Produtos no Exterior (H2)** - Considerou-se que as empresas podem também se registrar no exterior por "razões de *marketing*". Levantou-se assim a hipótese de que empresas com um maior percentual de vendas no exterior são mais propensas ao registro no estrangeiro. Dos 98 dados completos para esse índice, em 61 casos as FLs têm um percentual maior de vendas no exterior que as NFLs. O contrário é verdade em 33 casos. O nível de significância nos testes não-paramétricos é inferior a 0,01.
- **Investimento em Participação em Países Estrangeiros (H3)** - Argumentou-se que o tamanho relativo do investimento de uma empresa em países estrangeiros também influenciaria na decisão de listar ações no exterior. Empresas com ativos relativamente maiores em países estrangeiros foram hipoteticamente tidas como mais prováveis ao registro no exterior. Os resultados, contudo, não são consistentes com essa hipótese. Em apenas 24 de 51 casos o índice (relação) de ativos estrangeiros para ativos totais era maior para FLs. Na verdade, nos outros 27 pares este índice era mais alto para NFLs. A proporção de investimento estrangeiro de uma empresa, medido por valores históricos, não tem uma influência significativa em sua decisão de registrar-se no exterior.
- **Nível de Emprego em Operações Estrangeiras (H4)** - Em 24 de 37 empresas com o mais alto índice de empregados estrangeiros estavam as FLs. Em 12 casos, as NFLs tinham índice mais alto. A probabilidade de obter esses resultados ao acaso foi menor que 0,05 no teste-*t* e no teste de *Wilcoxon* e apenas ligeiramente mais elevada (0,07) no teste dos sinais. Assim, parece que o índice de empregados é também significativo na decisão de registrar-se no exterior.

2.3.1.3.2 Testes Multivariados

Saudagaran (1988) utilizou uma variável dependente dicotômica UM/ZERO indicando que a empresa ou é registrada em pelo menos uma bolsa estrangeira (FL) ou não é registrada em bolsa estrangeira (NFL). A metodologia utilizada no estudo envolve regressões estimadas por *Ordinary Least Squares* (OLS) utilizando o modelo *Logit*, onde a variável dependente é interpretada como a probabilidade máxima de que a empresa escolheria registrar-se numa bolsa de valor estrangeira, condicional ao vetor de variáveis explanatórias. O modelo *Logit* foi estimado usando-se 104 observações.

Na primeira série de testes onde todas as variáveis independentes foram incluídas, os sinais dos coeficientes de três entre quatro variáveis são como o previsto. Como nos testes com uma variável, MV/TV (tamanho relativo da empresa) também é a variável estatisticamente mais significativa (0,005). O coeficiente de FS/TS (Índice de Vendas no Exterior) é significativa ao nível de 0,02. A variável FE/TE (Índice de Empregados no exterior) não é significativa, enquanto a variável FA/TA (Investimento Relativo em Países Estrangeiros), embora significativa (0,05), tem um sinal oposto ao previsto, na hipótese de motivos políticos (H3).

Os resultados dos testes multivariados são consistentes com a hipótese H1 em que o tamanho relativo da empresa, em seu mercado de capital doméstico, tem uma influência significativa em sua decisão de registrar-se no exterior. Empresas maiores em padrões domésticos parecem mais propensas ao registro no exterior. A hipótese "motivo de *marketing*" ou Índice de Vendas no Exterior (H2) foi também sustentada pelos resultados: empresas com maior dependência dos mercados estrangeiros registram-se no exterior mais freqüentemente que empresas que vendem primariamente no mercado doméstico.

A insignificância da proporção de ativos estrangeiros nos testes a uma variável e o sinal oposto nos testes multivariados pareceu contradizer a tese de motivo político que prognosticava uma relação positiva entre essa variável e a decisão de listar.

Segundo Saudagaran (1988), o coeficiente da variável emprego estrangeiro pode não ter obtido significância devido ao nível de agregação dos dados. A variável emprego estrangeiro desconsidera diferenças no nível de treinamento do pessoal, sua nacionalidade e se é sindicalizado ou não. Assim como com os ativos estrangeiros, uma classificação mais detalhada de dados poderia possibilitar um teste mais eficaz dessas hipóteses.

A porcentagem de observações corretamente classificadas é uma medida da qualidade de ajustamento do modelo *Logit*. As previsões são baseadas no ponto de corte de $P = 0,5$. A exatidão da classificação é 68,3% quando as quatro variáveis independentes foram incluídas. O nível de exatidão sobe para 72,1% quando a variável FA/TA (Investimento Relativo em Países Estrangeiros) e a variável FE/TE (Índice de Empregados no Exterior) foram eliminadas da análise. Os testes de qualidade de ajustamento indicaram que o modelo *Logit* teve um bom desempenho.

2.3.1.3.3 As principais conclusões de Saudagaran (1988)

As principais conclusões de Saudagaran (1988) foram que, além do tamanho absoluto das empresas, sua principal linha de negócio e sua nacionalidade, influenciam na decisão de registrar em bolsas estrangeiras: (i) o tamanho relativo de uma empresa no mercado doméstico; (ii) a dependência de uma empresa aos mercados estrangeiros - empresas que geram uma grande proporção de seus ganhos no exterior são mais propensas ao registro externo; e (iii) a falha em detectar significativa relação entre a proporção de ativos estrangeiros e a decisão de registrar-se no exterior pode ter ocorrido pela natureza dos dados.

2.3.2 Pagano; Roell e Zechner (2002): *The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?*

Pagano; Roell e Zechner (2002) analisam características de empresas antes e depois da listagem de suas ações em bolsas estrangeiras. Constatam que empresas de alta tecnologia e orientadas para exportação são atraídas para as bolsas norte-americanas, mas que a expansão de exportação não foi significativamente influenciada e que empresas que listaram suas ações na Europa raramente crescem rápido, mas aumentam suas vantagens depois de as listarem em mercados estrangeiros.

Eles levantam hipóteses de que companhias podem listar-se no estrangeiro por questões financeiras (financiamentos no estrangeiro poderiam ser mais baratos ou estar mais facilmente disponíveis) e por questões relacionadas ao fortalecimento da empresa em seu ramo de atuação, junto a seus fornecedores, empregados e clientes.

Esses autores consideram que empresas que listam suas ações no exterior têm altas taxas de crescimento, o que se traduz em maiores taxas de valor da empresa (*price-earning ratio* – P/E), em comparação com outras empresas domésticas (*Financial Benefits of Cross-listing*). A listagem no exterior pode mitigar a segmentação de mercado por reduzir barreiras a investidores estrangeiros por novas regulamentações (e.g. teto para investimento de fundos de pensão em ações estrangeiras), custos de transação (e.g. conversão de dividendos de ações estrangeiras em moeda nacional) e pela maior disponibilidade de informações, em termos de quantidade, tempo e transparência (*Reducing Barriers for Foreign Investors*). A localização da bolsa de valores pode ser determinante em listar ou não se o local for de superior conhecimento tecnológico do ramo de atividade (indústria) da empresa que deseja listar suas ações.

Consideram ainda que companhias de alta tecnologia têm mais probabilidade de listar nos Estados Unidos onde as indústrias congêneres são bem desenvolvidas (*Relying on*

Foreign Expertise). As empresas também poderiam decidir pela listagem no estrangeiro para alcançar altos padrões de transparência contábil e de governança corporativa, e que o ambiente altamente regulado pode baixar o custo de capital. Empresas localizadas em países com inadequada supervisão e padrão de transparência (*disclosure*) estariam mais propensas a listar suas ações no exterior. Estimam que se as bolsas competem por novas listagens por ajustar seus padrões de regulação, esta motivação pode diminuir ao longo do tempo, devido ao ajustamento alcançado.

Nesse sentido, sugerem que a melhoria atual dos padrões de regulação europeus está atraindo investidores institucionais norte-americanos para ações listadas exclusivamente na Europa (*Committing to Disclosure and Corporate Governance Standards*). Alguns mercados podem ser melhores que outros por proporcionar liquidez por motivo de microestrutura superior, com expansão da base de acionistas e das atividades comerciais (*Liquidity*). A listagem no estrangeiro pode ser explicada pela vantagem temporária dos preços de suas ações no exterior ou por uma desvalorização no mercado doméstico. Esta relação pode ser explicada por regressão comparando-se os preços das ações nos dois mercados. Companhias que têm vendas no exterior podem capitalizar sua reputação junto aos investidores que já conhecem e confiam na empresa como consumidores. A listagem no exterior pode estar relacionada à divulgação (*marketing*) da empresa no exterior junto a seus fornecedores, consumidores e empregados, o que pode resultar em maiores vendas no exterior. Os custos de listagem são elevados, normalmente pelas exigências de padrões de contabilidade, o que é mais sensível a pequenas empresas. Assim, empresas maiores têm maior probabilidade de listar suas ações no exterior.

Os autores também analisam o histórico de listagem de empresas norte-americanas e europeias para verificar tendências na listagem em bolsas pelos vários continentes, bem como as características dos mercados onde as ações eram listadas, em relação aos padrões contábeis,

grau de proteção aos acionistas, índice de desempenho do mercado e custo dos negócios. Identificam correlação positiva com as variáveis custo do negócio, padrões de contabilidade e proteção aos acionistas.

Eles analisam 2.322 empresas, no período de 1986 a 1997, que listaram ações em bolsas européias e norte-americanas. Utilizam a estimativa *least absolute value* (LAV). Concluem que o número de empresas norte-americanas que listaram ações em bolsas européias decresceu em um terço, enquanto houve aumento considerável da listagem de empresas européias em bolsas norte-americanas (geografia da listagem), explicada pela falta de atratividade das bolsas européias, inclusive com declínio de listagem de empresas no próprio mercado doméstico.

O tamanho da empresa e a recente privatização aumentam a probabilidade de a empresa listar suas ações no exterior. Empresas de alta tecnologia procuram o mercado norte-americano, pela presença de analistas habilidosos e investidores institucionais especializados em avaliar estas companhias.

O mercado norte-americano é mais líquido que o europeu, tem melhores padrões contábeis e mais proteção aos acionistas. Na medida em que essas vantagens comparativas se traduzem num custo mais baixo de capital, elas podem ser particularmente importantes para companhias que necessitam levantar recursos. Também o mercado norte-americano de forte produção seria atrativo para empresas com orientação para exportação, para expandir suas vendas. Os autores consideram que essas diferenças entre os dois mercados podem ser atenuadas com o processo de integração entre eles e uma estrutura reguladora mais homogênea de diretrizes européias, o que poderia levar ao nascimento de um mercado de capital verdadeiramente continental.

2.3.3 Pagano et al. (2001): *What makes stock exchanges succeed?: Evidence from cross-listing decisions*

Pagano et al. (2001) concluem nesse estudo que a decisão das empresas em listar suas ações em bolsas estrangeiras estaria relacionada às características da bolsa de destino. As empresas européias aumentaram suas listagens, entre 1986 e 1997, em bolsas norte-americanas. As bolsas mais atrativas seriam as localizadas em países com mercados mais líquidos, com maior proteção aos acionistas, com sistema legal e burocrático mais eficiente, mas não com mais limitadores de padrões contábeis, onde foi identificada correlação negativa. Uma possível indicação para este resultado seria que o custo de adaptação aos padrões contábeis mais exigentes excederia os benefícios originados pelo aumento da transparência. Apesar da integração dos mercados, a diferença geográfica ainda é relevante para as finanças.

Segundo esses autores, se as empresas observarem que outras empresas do mesmo ramo de atividade listam em um mercado particular elas podem entender que ganharão se as imitarem (*Be with your peers*). Eles sugerem duas tarefas para pesquisas futuras: a análise individualizada de empresas e seu mercado (seus números ao redor do período da listagem) e a completa análise da decisão de listar, que poderia levar em conta características da companhia e suas bolsas (comparação de empresas com diferentes características – alto crescimento contra baixo crescimento, ou de alta tecnologia contra baixa tecnologia).

2.3.4 Desai (2004): *Cross-Border Listings and Depositary Receipts*

Este estudo, além de descrever os instrumentos de *Depositary Receipts* e analisar a evolução do mercado norte-americano em relação aos ADRs, também registra algumas variáveis relacionadas com as empresas que procuram mercados externos para colocação (listagem) de suas ações. Desai (2004, p. 7) chama de “*Motivations for cross-border listing*

decisions” a seção onde relaciona alguns dos incentivos, motivos ou características de empresas que acessaram outros mercados por meio dos DRs. Entre outras, esse autor cita as seguintes variáveis: *shareholder protection hypothesis* (melhor proteção aos acionistas, com mais visibilidade sobre governança e demonstrativos contábeis, melhoraria as avaliações das empresas, aumentando a credibilidade de investidores); *Product Market* (empresas que listam suas ações em mercado onde praticam venda de seus produtos estariam ampliando o conhecimento de seus consumidores sobre a empresa e seus produtos); *Labor Markets* (empresas com empregados no exterior teriam interesse em listar suas ações nesse mercado como programa de incentivos a esses funcionários).

2.3.5 Sanvicente (1996): Perfil das Companhias Abertas: Comparação com Empresas Fechadas

Sanvicente (1996), em estudo semelhante aos anteriormente detalhados, no que diz respeito à caracterização de empresas e análise de variáveis relacionadas a uma determinada situação de empresas, observa as características de empresas nacionais abertas e fechadas. Trabalha com amostra de 10.507 empresas, sendo 505 (4,81%) companhias abertas para os testes univariados e com 5.630 empresas para os testes multivariados (413 empresas abertas e 5.217 empresas fechadas), com demonstrações financeiras referentes aos anos de 1991, 1992 e 1993. Por meio da análise discriminante, investiga as variáveis que estatisticamente ajudam a discriminar uma empresa aberta de uma empresa fechada e a relação (direta ou inversa) entre os valores de cada variável e a classificação da empresa (se fechada ou aberta). Coloca como importante objetivo do trabalho relacionar as empresas fechadas que estariam próximas do perfil das empresas abertas existentes.

Como Saudagaran (1988), Sanvicente (1996) considera como variável dependente a situação da empresa, sendo igual a ZERO, se fechada, e UM, se aberta. Entre as variáveis independentes investigadas, Sanvicente (1996) constata em testes de associação univariada:

- Hipótese 1 – LREC (logaritmo da receita operacional líquida) – Espera que as ações negociadas em bolsas sejam as das maiores empresas existentes no país. Justifica nos critérios de admissão para registro de negociação que exigem que as empresas possuam porte elevado. Portanto, espera-se uma relação direta¹⁷ entre esta variável e a variável ABERTA. Esta hipótese foi confirmada nesse estudo.
- Hipótese 2 - LPAT (logaritmo do patrimônio líquido) – Espera uma relação direta com ABERTA, tal como no caso da variável LREC e pelo mesmo motivo (preferência pelo registro de empresas grandes e de vultosa capitalização). Esta hipótese também foi confirmada.
- Hipótese 3 - LBREC (margem operacional = lucro bruto/receita operacional líquida) – O autor critica o relatório produzido pelo IBMEC na década de 1980, que “pressupôs, arbitrariamente” a “rentabilidade” como variável importante, dando a entender que as empresas abertas seriam mais rentáveis. Assim, deveria ser esperada uma relação direta entre esta variável e ABERTA. A relação observada teve sinal inverso. Sanvicente (1996) explica que a relação realmente deveria ser a oposta: empresas maiores tendem a ser mais maduras e consolidadas, e com isso tendem a crescer menos rápido, assim o correto seria esperar uma associação inversa entre rentabilidade e a variável ABERTA.
- Hipótese 4 - RENTAPL (rentabilidade antes do resultado da correção monetária = lucro antes do resultado da correção monetária/patrimônio líquido). Tal como comentado em relação à variável anterior. Esperou-se relação direta com ABERTA, o que não ocorreu.

¹⁷ Sanvicente (1996), na formulação de suas hipóteses, tratou suas expectativas como de relação direta ou de relação inversa. Nesse estudo, as expectativas são tratadas como de relação positiva ou negativa, entendendo-se como mais apropriado para análise dos testes e resultados empíricos.

- Hipótese 5 - RENTAOP (rentabilidade após o resultado de correção monetária = lucro líquido/patrimônio líquido). Esperada uma relação direta com ABERTA. Esta hipótese não foi confirmada nos testes univariados de Sanvicente (1996).
- Hipótese 6 - CRESCIM (taxa anual de crescimento da receita operacional líquida). Se as empresas abertas, de acordo com as hipóteses 1 e 2, tenderiam a ser maiores do que as empresas fechadas, é de se esperar que cresçam menos, por serem mais maduras e consolidadas. Assim, espera-se uma relação inversa com ABERTA. A hipótese foi confirmada: empresas abertas, que são maiores, tendem a crescer menos rapidamente.
- Hipótese 7 - LIQUID (índice de liquidez corrente). Considera que as empresas abertas podem ter acesso mais fácil a fontes de recursos, tanto de curto quanto de longo prazo. Espera que tenham a possibilidade de manter menor investimento em capital de giro. Além disso, tenderiam a dispor de maior sofisticação na gestão de tesouraria e capital de giro, o que, aliado à consideração precedente, sugere uma relação inversa com a variável ABERTA. Segundo Sanvicente (1996), esta hipótese foi confirmada: na direção esperada: empresas abertas são menos líquidas, talvez porque sejam capazes de adotar uma política de gestão de capital de giro mais eficiente.
- Hipótese 8 – ENDIVIDA (Grau de Endividamento Total = passivo exigível/ativo total). Pelo acesso mais fácil ao mercado organizado de capitais, é previsível que a capacidade relativa de endividamento das empresas abertas seja maior. Portanto, espera-se uma relação direta entre esta variável e ABERTA. Esta hipótese foi confirmada em sentido contrário. Empresas ABERTAS são menos endividadas do que as empresas fechadas, mas com diferença não significativa.
- Hipótese 9 - AQUIST (aquisições de ativo permanente/total das origens). Para crescer, as empresas devem fazer investimentos maiores, relativamente aos fundos disponíveis. As empresas abertas enfrentam maiores restrições quanto à retenção de resultados para

financiar a aquisição de novos ativos. Conseqüentemente, espera-se que a relação entre ABERTA e esta variável seja inversa. Esta hipótese não foi confirmada nos estudos de Sanvicente (1996).

Sanvicente (1996), para estimar a equação discriminante, utiliza o procedimento *stepwise*, em quatro etapas, até que nenhuma variável que fosse incluída tivesse contribuição marginal significativa. Nas duas primeiras fases selecionou as variáveis LPAT e LREC, com forte correlação positiva entre as duas. Na terceira incluiu a variável RENTAOP e na quarta ENDIVIDA, obtendo a equação discriminante (5):

$$ABERTA_j = 0,7967 LPAT_j + 0,2849 LREC_j - 0,1869 RENTAOP_j + 0,1068 ENDIVIDA_j \quad (5)$$

Onde:

LPAT = logaritmo do patrimônio líquido
 LREC = logaritmo da receita operacional líquida
 RENTAOP = lucro líquido/patrimônio líquido
 ENDIVIDA = exigível/ativo total

O resultado da equação ($ABERTA_j$) é chamado de “escore discriminante”. Quanto maior for o escore calculado, mais provável será que a empresa se classifique como ABERTA.

2.3.6 Relatório Anual Bovespa 2003 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b)

O Relatório Anual da Bovespa de 2003 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b), consigna pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV/Ibre) que aponta 75 empresas de capital fechado que, segundo alguns indicadores econômico-financeiros, teriam maior inclinação para abrir seu capital em bolsa de valores. Este resultado seria utilizado para maior conhecimento das potenciais empresas, sua percepção sobre o mercado de capitais, nível de informação sobre alternativas de captação existentes e apuração de problemas que as

empresas encontram para chegar à abertura de capital. O relatório não indica as variáveis e a metodologia utilizada na pesquisa, porém, em consulta àquela entidade (Anexo A), foram obtidas as seguintes informações: “como o estudo foi feito com base em balanços publicados, os indicadores usados foram quociente do tipo Dívida/Patrimônio Líquido, Lucro/Patrimônio, ou valores como, por exemplo, o Patrimônio Líquido. O estudo não está disponível para publicação”.

2.3.7 Considerações Gerais sobre os Estudos Analisados

Os trabalhos de Sanvicente (1996) e o contido no Relatório Anual da Bovespa de 2003 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b) são considerados nesta pesquisa pela sua abordagem descritiva - busca das variáveis explicativas para uma determinada situação de empresas (ABERTAS ou FECHADAS) – e pela relação que pode ser feita entre empresas ABERTAS e empresas FLs (listadas no exterior): aquelas que buscam o mercado de capital doméstico e externo (empresas globalmente abertas); e empresas FECHADAS com empresas NFLs (não listadas no exterior): empresas que não se lançam no mercado de capital ou se lançam no mercado doméstico e optam por atuar somente neste mercado (empresas fechadas ou domesticamente abertas). Neste sentido identifica-se a semelhança com a pesquisa base desta investigação, a de Saudagaran (1988), útil para a diversificação das variáveis analisadas. É, porém, importante ressaltar que, enquanto Saudagaran (1988) busca identificar motivações estratégicas para a listagem no exterior, Sanvicente (1996) e o trabalho realizado pela Bovespa (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004b) buscam identificar o perfil das empresas que abrem o seu capital. Os objetivos, portanto, são diferentes e a natureza dos testes também.

Adicionalmente, acredita-se que empresas que aderem às Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), programa desenvolvido pela

Bovespa, estariam mais propensas a se lançar também no mercado externo, já que o objetivo é possibilitar melhores relações com investidores, potencializando a valorização de seus ativos.

No Nível 1, as empresas se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. No Nível 2, além das exigências do Nível 1, as empresas e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas. A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa adesão a um conjunto de regras societárias mais rígidas do que as da legislação brasileira. Essas regras fazem parte do Regulamento de Listagem, ampliam direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e oferecem aos investidores segurança de alternativa mais ágil por meio de Câmara de Arbitragem para solução de conflitos. No Anexo B encontram-se as informações disponibilizadas pela Bolsa de Valores de São Paulo (2004c) sobre Níveis de Governança Corporativa e o Novo Mercado.

3 METODOLOGIA: DESCRIÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS E DAS VARIÁVEIS

Este capítulo contempla a metodologia adotada para o desenvolvimento do trabalho, com informações sobre os dados, a descrição, o tratamento das variáveis estudadas e apresenta o modelo probabilístico *Logit*, utilizado nos testes empíricos.

3.1 Dados

As informações sobre emissão de ações e lançamento de DR foram obtidas por meio de consulta aos relatórios disponibilizados pela CVM¹⁸ e ao *site* da CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004). Informações sobre Práticas de Governança Corporativa foram obtidas no *site* da Bovespa (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2004c). Informações sobre exportação foram pesquisadas no *site* do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC) (MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO, 2003). As informações econômico-financeiras foram extraídas da Economática®.

A pesquisa à base de dados da Economática® identificou as empresas em operação na posição de 31 de dezembro de 2003, com valores contábeis ajustados por inflação, pelo índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA – IBGE)¹⁹, até aquela data. A Economática® disponibilizou dados para 288 empresas, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A. (SOMA)²⁰.

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Programas de BDR e DR Aprovados. Relatório SCAO13, emitido em 19 de março de 2004.** Relatório disponibilizado pela CVM, a pedido. Obra não publicada.

¹⁹ IPCA/IBGE = Índice de Preço ao Consumidor Acumulado, calculado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

²⁰ “A SOMA - Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S/A é a empresa responsável pela administração do mercado de balcão organizado no Brasil. Tem como objetivo oferecer um ambiente eletrônico para negociação de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros ao mercado” (SOCIEDADE OPERADORA DO MERCADO DE ATIVOS S/A, 2004, p. 1).

O número de empresas incluídas na amostra é 288. A partir dessa relação, deu-se início à pesquisa e agregação das demais variáveis, tendo sido o banco de dados analisado e tratado por meio de *softwares* estatísticos apropriados: *Eviews*²¹ e *Audit Command Language (ACL)*²².

3.2 Descrição das Variáveis

Esta seção contempla a descrição da variável dependente e das variáveis independentes analisadas nesta pesquisa.

3.2.1 A Variável Dependente: Empresa com Ações Listadas no Exterior

Empresas Listadas no Exterior (FL) – Esta variável identifica as empresas com ações listadas em bolsa estrangeira (*Foreign Listed* - FL) ou não listadas no exterior (*Not Foreign Listed* - NFL). Foram consideradas as empresas com ações listadas nos mercados norte-americano (via ADR), argentino (via DR Argentina), espanhol (via DR Espanha) e/ou Europa (via GDR) – posição de 31 de dezembro de 2003. Os dados foram capturados do relatório “CVM - Programas de BDR e DR Aprovados” (Relatório SCA013, de 19 de março de 2004) e *site* da CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004). Das 288 empresas da amostra, 71 listaram suas ações no exterior (Empresas FL), das quais 60 possuem programas DR no mercado norte-americano (ADR). Onze empresas possuem outros tipos de programas (DR Argentina, DR Espanha ou GDR). O Quadro 3 apresenta um resumo sobre as empresas FL da amostra (71), com informações sobre os tipos de programas, níveis e se a

²¹ *Quantitative Microsoftware, Eviews User Guide*, 1999.

²² O ACL é um *software* de auditoria. Foi utilizado para filtros e concatenação de arquivos, em vista da pesquisa ter contemplado várias fontes para a coleta de dados.

empresa captou recursos (21 empresas) ou não captou recursos com a listagem de suas ações no exterior (46 empresas), comparando essas informações com o número total de empresas da amostra (288).

	Quantidade de Empresas	% em relação à amostra (288)	% em relação às Empresas FL (71)
Empresas FL (que listaram ações no exterior)	71	24,65	
Empresas ADR (que listaram ações no mercado norte-americano)	60	20,83	84,51
Empresas com Outros Programas DR (DR Argentina, DR Espanha e/ou GDR)	11	3,82	15,49
Empresas com Programas DR com Captação de Recursos (Nível 3, 144A e/ou Reg S)	21	7,29	29,58
Empresas com Programas DR sem Captação de Recursos (Níveis 1 e/ou 2)	46	15,97	64,79
Empresas onde a relação da CVM não especificou o Nível do Programa	4	1,39	5,63

Quadro 3 – Amostra de Empresas em Relação à Variável Dependente

Fonte: Elaboração própria com base em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2004)

Uma característica da amostra também consiste na existência de empresas que só listaram suas ações no mercado norte-americano e empresas que listaram ações naquele mercado e em outros (Argentina, Espanha e Europa). O Quadro 4 apresenta um resumo da listagem, por mercado. O Apêndice B contém a relação de empresas da amostra com as especificações dos programas DR aprovados.

Mercados	Quantidade de Empresas
Mercado norte-americano somente (ADR)	37
Mercado norte-americano e argentino (ADR e DR Argentina)	11
Mercado norte-americano e espanhol (ADR e DR Espanha)	9
Mercado europeu somente (GDR)	7
Mercado norte-americano, argentino e espanhol (ADR, DR Argentina e Espanha)	2
Mercado espanhol somente (DR Espanha)	2
Mercado norte-americano, espanhol e europeu (ARD, DR Espanha e GDR)	1
Mercado argentino somente (DR Argentina)	1
Mercado espanhol e europeu (DR Espanha e GDR)	1
Total de Empresas da amostra com Programas DR Aprovados	71

Quadro 4 – Amostra de Empresas em Relação aos Programas e Mercados

Fonte: Elaboração própria, com base em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2004)

Os dados foram tratados e a variável dependente foi transformada em binomial: UM representando empresa brasileira com listagem de ações no exterior (independente do

mercado, portanto via ADR, GDR, DR Argentina ou Espanha) - sendo as empresas FL (*foreign listed*) e ZERO para representar as empresa com listagem de ações somente no mercado brasileiro, sendo as empresas NFL (*not foreign listed*).

3.2.2 As Variáveis Independentes

Esta subseção contempla as variáveis independentes testadas. Está dividida em três partes: as variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988), as variáveis baseadas no estudo de Sanvicente (1996) e outras variáveis testadas.

3.2.2.1 Variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988)

Tamanho Relativo da Empresa no Mercado [(TREM) = Tamanho da Empresa em relação ao Tamanho Total do Mercado]. Esta variável representa o tamanho da empresa no mercado doméstico, em relação ao tamanho total do mercado onde é inserida. O tamanho de cada empresa foi calculado pela quantidade de ações ordinárias em circulação, em 31 de dezembro de 2003, multiplicada pelo valor de fechamento da ação naquela mesma data. O valor total do mercado foi calculado pelo somatório dos valores de mercado das empresas da amostra. As informações foram obtidas por meio da Economática®, considerando-se os seguintes dados: a quantidade de ações ON em Circulação [Percentual de ações Possuídas (%AcPoss)²³ X Quantidade de ações Calculadas (Qtd Acoes Calc)²⁴] X [Preço de Fechamento das ações ON, 31 de dezembro de 2003 (Fechamento)].

²³ Economática® - Percentual de ações Possuídas (%AcPoss) = percentual de ações possuídas pelos acionistas.

²⁴ Economática® - Quantidade de ações Calculadas (Qtd Acoes Calc) = quantidade de ações, atualizada pelos últimos eventos, ou seja, levando-se em conta todos os fatos que alteram a quantidade de ações, a exemplo de bonificações, desdobramentos, grupamentos, conversões de debêntures em ações.

Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP_FN). Essa variável foi utilizada como *proxy* para vendas no exterior, utilizada por Saudagaran (1988). Representa o volume de exportação, por faixas de valores. Foi construída a partir do relatório anual apresentado pelo Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio (MDIC) – Relação de Empresas Exportadoras em 2003 (MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO, 2003). A partir dos níveis de exportação, foram estabelecidas as seguintes faixas: ZERO para as empresas que não exportaram no ano de 2003; UM para as empresas que exportaram até um milhão de dólares; DOIS para as empresas que exportaram de 1 milhão até 10 milhões de dólares por ano; TRÊS para as empresas que exportaram entre 10 milhões até 50 milhões; e QUATRO para as empresas que exportaram acima de 50 milhões de dólares. Da amostra de 288 empresas analisadas, 129 empresas são exportadoras (44,79 %).

Empresas Exportadoras (EEXP). Esta variável indica se a empresa é ou não exportadora. Com base na variável EEXP_FN, que contém a informação da faixa ou nível de exportação de cada empresa da amostra, foi criada esta variável binomial, com UM indicando que a empresa é exportadora e ZERO indicando que a empresa não é exportadora.

Empresas Exportadoras para os Estados Unidos da América EUA (FEXP_EUA). Com base nas variáveis empresas exportadoras (EEXP_FN e EEXP), verificou-se quais as empresas que tinham exportação para os Estados Unidos, em 2003. O MDIC fornece as informações sobre as empresas exportadoras em vários arquivos. Um por origem (Estados da Federação ou Distrito Federal), outro por destino das exportações. Para a identificação da empresa exportadora foi necessário aglutinar os arquivos dos Estados e do Distrito Federal. Após este procedimento, foi feita a concatenação com o arquivo que fornecia a informação sobre o destino das exportações. Esta variável, como a EEXP, é binária: UM para indicar que a empresa exportou para os Estados Unidos e ZERO para caracterizar a empresa que não

exportou para os EUA, no ano de 2003, ou que não é exportadora. Noventa e cinco empresas exportaram para os Estados Unidos no ano de 2003 (73,64% das 129 empresas exportadoras ou 32,98% em relação as 288 empresas da amostra).

3.2.2.2 Variáveis Baseadas no Estudo de Sanvicente (1996)

Como no estudo de Sanvicente (1996), as variáveis independentes aqui apresentadas estão divididas por sua natureza: em relação ao tamanho da empresa, ao desempenho e outras variáveis (liquidez dos ativos, endividamento e investimento).

3.2.2.2.1 Em Relação ao Tamanho da Empresa

Receita Operacional Líquida (REC). Variável que representa a média da receita operacional líquida das empresas da amostra, nos anos de 1996 a 2003. Os dados foram obtidos por meio de consulta à Economática® (Receita). Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), na data base de 31 de dezembro de 2003.

Patrimônio Líquido (PAT). Variável que representa a média do patrimônio líquido das empresas da amostra, nos anos de 1996 a 2003. Os dados foram obtidos por meio de consulta à Economática® (Patrim Liq). Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003.

3.2.2.2.2 Em Relação ao Desempenho das Empresas

Margem Operacional [(LBREC) = Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida]. Variável representativa lucro bruto em relação à receita operacional líquida, calculado pela

média dos índices de oito anos (1996 a 2003). Os dados foram obtidos da Economática® (Lucro Bruto/Receita).

Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido [(RENTAOP)²⁵ = Lucro Líquido/Patrimônio Líquido]. Variável representativa da rentabilidade, considerando-se o lucro líquido em relação ao patrimônio líquido, calculada pela média dos índices de oito anos (1996 a 2003). Os dados foram obtidos da Economática® (Lucro Liq/Patrim Líq).

Crescimento Anual do Faturamento [(CRESCIM) = Taxa de Variação da Receita Operacional Líquida]. Variável representativa da média entre o crescimento da receita operacional de 1996 a 2003, ano a ano (sete períodos, portanto). Os dados foram obtidos da Economática® (Receita). Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003.

3.2.2.2.3 Em Relação à Liquidez Corrente, ao Endividamento e aos Investimentos

Índice de Liquidez Corrente [(LIQUID) = Ativo Circulante/Passivo Circulante]. Variável representativa da média dos índices de oito anos (1996 a 2003) dos valores do ativo circulante sobre o passivo circulante. Os dados foram obtidos da Economática® (LiqCor).

Grau de Endividamento Total [(ENDIV) = Passivo Exigível/Ativo Total]. A variável representa o grau de endividamento, relacionando o passivo exigível com o ativo total. O índice foi obtido pela média dos índices de oito anos (1996 a 2003), com dados capturados da Economática® (Exg/At).

Aquisições de Ativo Permanente [(AQUIST) = Aquisições de Ativos Permanentes/Total das Origens)]. Trata-se de variável representativa do nível de investimento

²⁵ Sanvicente (1996) chamou esta variável de rentabilidade, após o resultado de correção monetária.

em relação ao total das origens de recursos. Foi calculada pela média dos índices anuais de 1996 a 2003. Os dados foram capturados da Economática® (Apl Atv Per/TtReOb).

3.2.2.3 Outras Variáveis Testadas

Retorno com base no Preço de Ações [(RET_AC) = Taxa de retorno médio anual, com base no preço das ações]. Variável relacionada aos valores de fechamento das ações em 31 de dezembro de 1996 e de 2003 (tomando por base um período de sete anos), calculada por meio da seguinte fórmula: $(\text{Preço da Ação em 2003}/\text{Preço da Ação em 1996})^{1/7} - 1$. Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003. Os dados foram obtidos da Economática® (Fechamento).

Retorno com base no Lucro por Ação [(RET_LPA) = Taxa de retorno médio anual, com base no lucro por ação]. Variável relacionada aos índices do lucro por ação nos períodos de 31 de dezembro de 1996 e de 2003 (tomando por base um período de sete anos), calculado por meio da seguinte fórmula: $(\text{índice de lucro por ação de 2003}/\text{índice de lucro por ação de 1996})^{1/7} - 1$. Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003. Os dados foram obtidos da Economática® (LPA).

Índice Lucro sobre o Preço de Cotação [(LPA_P) = Representa um indicador de rentabilidade da ação em relação ao seu preço]. Os dados foram obtidos da Economática® $[L/P = (\text{Lucro Líquido}/\text{Quantidade Total de Ações Calculadas})/\text{Cotação}]$, e calculados pela média dos índices dos anos de 1996 a 2003.

Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial [(VPA) = Valor de Mercado das Empresas/Valor Patrimonial)]. Trata-se do *Market to Book Value*, representando o valor de mercado da empresa em relação ao seu valor patrimonial (valores contábeis). Foi calculada pela média dos índices dos anos de 1996 a 2003, com dados obtidos na Economática®, por

meio do índice Preço/Valor Patrimonial $[(P/VPA) = \text{Cotação}/(\text{Patrimônio Líquido}/\text{Quantidade Total das Ações Calculadas})]$.

Tangibilidade dos Ativos [(TNG_ATIVO) = Ativos Permanentes)]. Variável utilizada para identificar os valores médios de imobilizado das empresas da amostra, entre os anos de 1996 a 2003. Os valores de ativos permanentes foram obtidos por meio de consulta à Economática® (Perman), ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003.

Ativo Total (ATIVO_TOT). Valor do total de ativos das empresas da amostra, calculado pela média dos valores de 1996 a 2003. Os dados foram obtidos da Economática® (Ativo Tot). Os valores foram ajustados pelo índice de inflação (IPCA/IBGE), até 31 de dezembro de 2003.

Captação via Emissão de Ações (EMIT_AC). Esta variável foi utilizada como *proxy* para indicar se as empresas da amostra são captadoras de recursos, via emissão de ações. De janeiro de 1990 até dezembro de 2003, 86 empresas da amostra emitiram ações, das quais 49 emitiram uma única vez e 37 emitiram mais de uma vez (12,85% em relação à amostra de 288 empresas). As normas para lançar programas DR pressupõem que empresas que lançam DR emitem ou já emitiram ações. Como não foi possível relacionar as datas de emissões de ações com as datas de listagem de programas DR, nesta variável foram consideradas como empresas captadoras de recursos via emissão de ações as que emitiram ações mais de uma vez no período analisado (de 1 de janeiro de 1990 até 31 de dezembro de 2003). Trata-se de variável binomial, com o valor UM indicando que a empresa emitiu ações mais de uma vez no período (ou seja, com possibilidade de não ter sido somente para efeito de listagem no exterior – 37 empresas da amostra) e ZERO indicando que a empresa ou não emitiu ações no período analisado (202 empresas) ou emitiu uma só vez (49 empresas), totalizando as 288 empresas da

amostra. Os dados foram extraídos do Relatório Registro de Emissão de Ações disponibilizado pela CVM²⁶.

Governança Corporativa (GOV_CORP). Esta variável representa se empresa é participante ou não das melhores práticas de Governança Corporativa (Nível 1, 2 ou Novo Mercado). Somente 34 das 288 empresas da amostra fazem parte do Nível 1, 2 ou do Novo Mercado. Assim, a variável foi transformada em binomial, onde a classificação UM indica que a empresa participa do programa de melhores práticas de Governança Corporativa (Nível 1, 2 ou Novo Mercado) e ZERO indicando que a empresa não participa do programa. Os dados foram extraídos da Bolsa de Valores de São Paulo (2004c).

Setor da Economia (SET_ECO). Variável indicativa do setor da economia do qual a empresa participa. Os dados foram obtidos da Economática® (Setor Eco), que distribui as empresas em 18 setores econômicos definidos e um caracterizado por “outros”. Os setores, para efeito desta variável, foram numerados de um a 19. O Quadro 5 apresenta os setores considerados, com a informação sobre a quantidade de empresas FL (listadas no exterior) da amostra em cada setor, em ordem decrescente do percentual de empresas FL em cada setor (última coluna).

²⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório Registro de Emissão de Ações (período de janeiro de 1990 até dezembro de 2003). Relatório SCA024, emitido em 26 de maio de 2004.** Relatório disponibilizado pela CVM, a pedido. Obra não publicada.

Setores da Economia	Numeração atribuída para efeito de análise da variável	Quantidade de Empresas NFL (A)	Quantidade de Empresas FL (B)	% de Empresas FL no Setor em Relação ao Total de FL (= B/71)	% de Empresas FL no Setor em Relação ao Total de Empresas do Setor [= B/(A+B)]
Papel e Celulose	11	4	6	8,45	60,00
Telecomunicações	15	12	13	18,31	52,00
Comércio	3	5	3	4,23	37,50
Mineração	9	2	1	1,41	33,33
Alimentos e Bebidas	2	13	6	8,45	31,58
Energia Elétrica	6	22	10	14,08	31,25
Siderurgia & Metalurgia	14	20	8	11,27	28,57
Outros	19	26	8	11,27	23,53
Química	13	15	4	5,63	21,05
Finanças e Seguros	7	12	3	4,23	20,00
Construção	4	10	2	2,82	16,67
Petróleo e Gás	12	7	1	1,41	12,50
Veículos e peças	18	15	2	2,82	11,76
Têxtil	16	25	3	4,23	10,71
Máquinas Industriais	8	9	1	1,41	10,00
Agro e Pesca	1	1	0	0,00	0,00
Eletroeletrônicos	5	10	0	0,00	0,00
Minerais não Metálicos	10	5	0	0,00	0,00
Transporte & Serviço	17	4	0	0,00	0,00
Totais =>		217	71	100,00	

Quadro 5 – Setores da Economia em Relação às Empresas com Ações Listadas no Exterior
 Fonte: Elaboração própria com base na Economática® e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2004).

3.3 Modelo Estatístico Probabilístico (*Logit*)

A análise econométrica foi similar à utilizada por Saudagaran (1988), isto é, utilizando o modelo *Logit*.

O objetivo empírico do trabalho é testar as variáveis independentes (ou explicativas), conforme estabelecidos nas hipóteses de um a 19, e sua influência estatística (relação e sinal) sobre a variável dependente Empresas Listadas no Exterior (FL).

A variável dependente FL é binária, podendo assumir somente dois valores: sim ou UM (para empresas listadas no exterior) ou não ou ZERO (para empresas não listadas no exterior - listadas assim somente no mercado doméstico), o que torna o modelo básico de regressão inadequado.

O modelo *Logit*, segundo Greene (2002) e Picchetti (2000), é o apropriado quando a variável dependente é binária. Assim, a equação (6) é a estimada para os testes empíricos (GREENE, 2002).

$$\text{Prob}(Y = 1 | x) = \frac{e^{x'\beta}}{1 + e^{x'\beta}} \quad (6)$$

Onde:

Y = variável dependente binária (listada = 1; não listada = 0);

x = vetor das variáveis explanatórias;

β = vetor dos coeficientes

e = número neper

O modelo *Logit* utiliza a função logística como função de ligação de variáveis discretas. É um modelo probabilístico, onde é necessário especificar uma distribuição contínua de probabilidades. A estimação do modelo foi realizada em *cross-section*.

Como recomenda Picchetti e Carmo (2000), as variáveis, quando contínuas, foram submetidas à transformação logarítmica. Segundo esses autores, a transformação facilita as manipulações algébricas necessárias para a função de verossimilhança, que tem o objetivo de encontrar o valor de conjunto dos parâmetros que produzem um valor máximo para a função de verossimilhança, e que esse conjunto será exatamente o mesmo que maximiza o valor da transformação logarítmica, vez que a transformação é monotômica. Nesse sentido, Anderson, Banker e Janakiraman (2003) consideram que a especificação logarítmica melhora a comparabilidade de variáveis, aliviando uma potencial heterocedasticidade (existência de variações não constantes nas dispersões das observações).

3.3.1 Testes de Hipóteses

Os testes para validação dos modelos terão como hipóteses:

H0: $\beta = 0$, i.e. a variável independente não influencia na situação da empresa de estar listada em bolsa estrangeira.

H1: $\beta \neq 0$, i.e. a variável independente influencia na situação da empresa de estar listada em bolsa estrangeira.

3.3.2 Testes Univariados e Multivariados

Para processar os testes univariados foi utilizado o *software Eviews*, onde a significância de cada variável foi testada em relação à variável dependente. Os resultados destes testes encontram-se na seção 4.1.

Tendo em vista que o efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente ocorre de forma conjunta e não individualmente, fez-se necessária a execução de testes multivariados, de forma a capturar a contribuição marginal de cada variável na presença de outras.

Foram realizados três tipos de testes multivariados. O primeiro envolvendo somente as variáveis basedas no estudo de Saudagaran (1988). O segundo teste envolveu as variáveis desse autor e variáveis não-contábeis. O último teste agrupou todas as variáveis contábeis.

As regressões multivariadas foram processadas pelo *software Statistical Package Social Science (SPSS)*, utilizando-se o modelo binário logístico, modo *backward*, para determinar as especificações que possuem melhor poder explanatório. Na opção *backward* todas as variáveis são inicialmente consideradas. Numa primeira etapa, as variáveis não significativas são, uma a uma, excluídas da equação, por ordem de menor significância (estatística t). Num segundo passo, as variáveis são testadas novamente para verificar-se se,

no conjunto, elas apresentam resultados significativos. Os resultados das equações foram transportados para o *software Eviews*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados está dividida em duas partes: a primeira analisa os resultados dos testes univariados; a segunda analisa os testes multivariados.

Os Apêndices C e D contêm os resultados completos dos testes univariados e multivariados executados pelo *Eviews*. Os valores nas tabelas do *Eviews* representam o nome da covariada (*Variable*), o coeficiente estimado (*Coefficient*), o erro-padrão da estimativa desse coeficiente (*Std. Error*), a razão entre o coeficiente estimado e seu erro-padrão ($t\text{-Statistic} = \text{coefficient}/\text{std. Error}$) e o “valor-p”, ou a probabilidade (*prob*) de cada coeficiente estimado.

Segundo Picchetti (2000), a razão entre o coeficiente estimado e seu erro-padrão é uma estatística distribuída assintoticamente como uma distribuição normal padrão, podendo ser utilizada para a realização de teste de hipótese sobre a significância estatística do parâmetro estimado. Complementa esse autor que o resultado pode ser verificado diretamente observando-se a última coluna da tabela (o “valor-p” – ou a probabilidade – *prob*), que representa a probabilidade de realização de um erro do tipo I ao se rejeitar uma hipótese.

4.1 Testes Univariados

A hipótese H1 Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (**TREM**) e a hipótese H2 Empresas Exportadoras, por faixa ou Nível de Exportação (**EEXP_FN**) foram confirmadas, com níveis de significância de 0,0000 e 0,0497, respectivamente. Os testes univariados demonstram que essas duas proposições de Saudagaran (1988) se ajustaram ao contexto brasileiro: o Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (**TREM**) e o volume de exportação dessas empresas (Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação - **EEXP_FN**) têm relação positiva com a variável dependente - Empresas Listadas no Exterior (**FN**). Isso

significa que as empresas brasileiras de grande porte no contexto doméstico e com maiores volumes de exportação teriam maior propensão de listar suas ações no exterior.

Complementarmente aos testes de hipóteses, foram testadas mais duas variáveis: “Empresa Exportadora” (**EEXP**), como variável binomial (igual à unidade para empresas que exportam e igual a ZERO para empresas que não exportam) e a variável “Empresa Exportadora para os Estados Unidos da América” (**EEXP_EUA**), também binomial (igual à unidade quando a empresa é exportadora para os Estados Unidos e ZERO caso contrário). Não foi observada a relação de EEXP com a variável dependente. Com EEXP_EUA foi observada relação positiva, embora com nível de significância de 0,1046.

As hipóteses H3 e H4, baseadas em variáveis contábeis, conforme Sanvicente (1996), relacionadas ao porte das empresas, H3 Receita Operacional Líquida (**REC**) e H4 Patrimônio Líquido (**PAT**), também foram confirmadas: é significativa a relação positiva de REC e PAT com a situação da empresa de estar listada no exterior, ambas com probabilidade significativa ao nível de 0,0000.

A hipótese H5 Margem Operacional (**LBREC**) não foi confirmada. Esta variável é conhecida por Margem Bruta, é indicativa de “eficiência operacional da empresa” (ASSAF NETO, 2002, p. 217), e não resultou em relação significativa na situação de listagem no exterior.

A hipótese H6 Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (**RENTAOP** = lucro líquido/patrimônio líquido), de relação negativa, foi confirmada, ao nível de 0,05. Pelo resultado estatístico, as empresas estariam mais propensas a listar suas ações no exterior, quanto menor o valor de RENTAOP. Considerando que a variável PAT (patrimônio líquido), que está no denominador de RENTAOP, apresentou relação positiva, pode-se supor que a hipótese de Sanvicente (1996) também poderia se aplicar às empresas com ações listadas no

exterior: seriam as maiores (com maiores valores de Patrimônio Líquido) e crescem menos rápido (com menores valores de rentabilidade nas operações).

Com a hipótese H7 Crescimento Anual do Faturamento (**CRESCIM** = taxa de variação da receita operacional líquida) ocorreu o inverso: esperava-se relação negativa e ocorreu resultado de relação positiva, ou seja, as empresas que estariam tendo evolução positiva em suas vendas (faturamento) seriam as mais habilitadas a listar suas ações no exterior. Sanvicente (1996), em relação às empresas abertas e fechadas, constatou que as empresas abertas seriam as maiores, mais maduras e estabilizadas, assim cresceriam menos. Como aqui o resultado foi de relação positiva, é possível que empresas em expansão de vendas também queiram alcançar novos mercados para colocação de seus produtos ou para aumentar sua visibilidade em mercados – as questões de *marketing* tratadas por Saudagaran (1988). Da mesma forma, é possível que essas empresas tenham porte maior e também tenham a confiança de investidores. O nível de significância do teste foi de 0,0000 .

Na hipótese H8 Índice de Liquidez Corrente (**LIQUID**) e na hipótese H9 Grau de Endividamento (**ENDIV**), esperavam-se resultados de relação negativa. Em H8, LIQUID não se apresentou significativa. Com H9, a hipótese foi confirmada: ENDIV é significativa e negativa ao nível de 0,0012. Comparando LIQUID (índice de liquidez corrente = Ativo Circulante/Passivo Circulante), onde a relação não foi confirmada, com ENDIV (Passivo Exigível/Ativo Total), onde a relação negativa foi confirmada, pode-se inferir que a situação de endividamento de curto prazo (LIQUID) não tem relação com o fato de a empresa listar no exterior. Em contrapartida, a questão do endividamento total (de curto e longo prazo) influencia negativamente a probabilidade de a empresa estar listada no exterior. A variável ENDIV, diferentemente da LIQUID, está relacionada à segurança financeira de longo prazo, que revela a capacidade da empresa em saldar todos os seus compromissos (ASSAF NETO, 2002). É provável, portanto, que investidores valorizem a situação de longo prazo das

empresas nas quais farão investimentos. Da mesma forma, é possível que empresas com melhores índices de endividamento total se sintam mais propensas a buscar novos mercados, listando suas ações no exterior.

A hipótese H10 Aquisição de Ativo Permanente (**AQUIST**), com relação esperada negativa, foi confirmada, ao nível de 0,0357. Como no estudo de Sanvicente (1996) em relação às empresas abertas e fechadas, as empresas maiores enfrentariam maior restrição em relação à retenção de resultados para fins de aquisição de novos ativos. Assim, quanto menor o nível de investimento em ativo permanente em relação ao total das origens, mais propensas as empresas estariam em listar suas ações no exterior.

A hipótese H11 Retorno com base no Preço de Ações (**RET_AC**), e a hipótese H12 Retorno com base no Lucro por Ação (**RET_LPA**), com relação positiva esperada, não foram confirmadas, ou seja, não estão relacionadas ao fato de as empresas listarem suas ações no exterior. A hipótese de que o retorno das ações teria impacto na atratividade de investidores, com conseqüente encorajamento das empresas em listar suas ações no exterior, não foi justificada.

As variáveis contábeis parecem ser mais relevantes para explicar o fato de a empresa listar suas ações no exterior do que aquelas relacionadas ao mercado (preço, liquidez das ações no mercado etc). É complexo o estudo sobre decisão de investidores. Neste sentido, Assaf Neto (2001, p. 265) diz que “a regra básica de uma decisão racional é selecionar os ativos que apresentam o menor risco e o maior retorno”. Assim, é possível que na decisão de listar ações no exterior, valha mais a análise da situação econômico-financeira da empresa, ou esta em conjunto com outras variáveis, do que simplesmente a avaliação da evolução de preço de ações no mercado.

A hipótese H13 Índice Lucro sobre o Preço de Cotação (**LPA_P**), onde se esperava relação negativa com a variável dependente, foi confirmada, ao nível de significância de

0,0003. Ressalta-se que LPA_P (Lucro por ação (LPA)/cotação da ação) tem no numerador o LPA (RET_LPA) e no denominador o valor de cotação da ação (RET_AC), duas variáveis que, isoladamente, não apresentaram relação com a variável dependente.

Se para a variável LPA_P a relação é negativa, isso significa que quanto menor este indicador, mais propensas as empresas estariam em listar suas ações no exterior. Para que LPA_P diminua de valor, os valores de LPA (numerador) têm que ser reduzidos e/ou os preços de cotação (P) têm que ser aumentados.

Assaf Neto (2001, p. 239), comentando o índice P/L (Cotação/LPA), o inverso de LPA_P (LPA/Cotação), afirma que o comportamento de P/L apresenta forte relação com o desempenho do mercado, refletindo as diferentes preferências de investidores por determinadas ações. Esse autor complementa informando que “ocorrendo maior atratividade por certas ações, o P/L desses papéis se elevará, refletindo maior confiança do mercado”. Isso significa dizer que LPA_P , neste comportamento do mercado, cairia, o que poderia ser uma possível explicação para o resultado negativo do teste probabilístico: menores valores para LPA_P parecem estar relacionados com a possibilidade de valorização do preço de cotação de ações, com confiança do mercado em relação a esta ação. Assim, empresas nessa situação poderiam estar mais propensas a listar suas ações no exterior.

A hipótese H14 Índice Valor de Mercado sobre o Valor Patrimonial (**VPA** = valor de mercado das empresas/valor patrimonial), com relação positiva esperada, foi confirmada, ao nível de significância de 0,0031. A situação de valorização das ações relacionada ao seu valor contábil parece influenciar empresas a listarem suas ações no exterior.

Costa Júnior e Neves (2000), em pesquisa relacionando variáveis fundamentalistas e retornos das ações, citam trabalhos realizados por Fama e French (1992) e Chan et al. (1991), onde ressaltam variáveis que se relacionam positivamente com o retorno médio de ações, nos mercados norte-americano e japonês. Naqueles trabalhos, o valor patrimonial da ação/preço (o

inverso do denominado neste trabalho de VPA) e lucro por ação/preço (chamado nesta pesquisa de LPA_P) teriam relação positiva com a variável retorno médio de ações. Ainda que o contexto e as variáveis dependentes sejam diferentes, para que o resultado deste trabalho se assemelhasse aos citados, VPA teria que ter tido relação negativa, o que não aconteceu. Fama e French apud Costa Júnior e Neves (2000, p. 101) sugerem que “o risco tem características multidimensionais e não unidimensionais”, o que confirma a importância de os estudos empíricos considerarem testes multivariados.

Outras duas hipóteses testadas relacionadas ao tamanho da empresa, a hipótese H15 Tangibilidade dos Ativos (**TNG_ATIVO**) e a hipótese H16 Ativo Total (**ATIVO_TOT**), onde se esperavam relação positiva, também foram confirmadas, com níveis de significância de 0,0000. É possível, mais uma vez, que o porte da empresa, com representatividade no mercado, inspire confiança aos investidores e isso seja relevante para que empresas listem suas ações no exterior.

A hipótese H17 Captação via Emissão de Ações (**EMIT_AC**), de relação positiva esperada, foi confirmada, com probabilidade de rejeição da hipótese nula em nível de 0,0187. Para esta variável foi utilizada uma *proxy*, que parece ter retratado de forma estatisticamente confiável a situação esperada: a de verificar se as empresas da amostra, captadoras de recursos via emissão de ações, seriam as mais propensas a ter suas ações listadas no exterior. Ressalta-se que, entre as três recentes aberturas de capital no mercado brasileiro, em duas delas, GOL e ALL, em junho de 2004, a abertura de capital foi realizada com *tranche* global: abriram o capital e, ao mesmo tempo, listaram suas ações no exterior (FOLHA ONLINE, 2004; REBOUÇAS, 2004; RIPARDO, 2004; SILVA JÚNIOR, 2004, 2004a).

A hipótese H18 Governança Corporativa (**GOV_CORP**), de relação positiva esperada, foi confirmada, em nível de 0,0000. Empresas com melhores práticas de governança estão mais ajustadas aos padrões internacionais de *disclosure* - que Iudícibus (2000, p. 116)

traduz como “o que está ligado aos objetivos da Contabilidade, ao garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários”, além de participar de regras de maior valorização aos acionistas minoritários. Essas empresas estabeleceriam relação de maior confiança com os investidores e, pelos testes empíricos, parecem estar mais propensas a listar suas ações no exterior.

A hipótese H19 Setor da Economia (**SET_ECO**), de que determinados setores da economia poderiam influenciar positiva ou negativamente empresas a listar ações no exterior, foi confirmada.

Seguindo a metodologia sugerida por Carmo e Diaz (2000), para cada setor da economia foi utilizada uma variável *dummy* (D1 a D19), de forma a capturar se o fato de a empresa pertencer a um determinado setor tem influência na probabilidade de listagem ou não no exterior. Os resultados da regressão foram:

- setores cujas *dummies* são significativas a 5%: 11, 15 e 19.
- Apenas os setores 11 (Papel & Celulose) e 15 (Telecomunicações) tiveram *dummies* com coeficientes positivos, em nível de 0,0375 e 0,0269, respectivamente. Assim, pode-se dizer que empresas dos setores de Papel & Celulose e de Telecomunicações têm alta probabilidade de listar ações no exterior.
- Empresas do setor 19 (Outros) têm alta probabilidade de não listar ações no exterior, em nível de 0,0036 (vide propabilidade da constante – Apêndice C).
- Quanto às empresas dos demais setores, não há nenhuma relação entre o setor e o fato de listar ou não no exterior.

Todos os testes de hipóteses efetuados com as variáveis relacionadas ao tamanho da empresa (TREM, REC, PAT, TNG_ATIVO e ATIVO_TOT) foram confirmados, com resultado de relação positiva. Entre as variáveis relacionadas ao desempenho das empresas ou de suas ações, constatam-se relação positiva em VPA e relação negativa em RENTAOP,

CRESCIM e LPA_P. Não foram constatadas relações com LBREC, RET_AC e RET_LPA. Sobre endividamento, liquidez e aquisições de ativos, observa-se relação negativa com ENDIV e AQUIST e não se observa relação com LIQUID. Com todas as variáveis não-contábeis testadas, observa-se relação significativa: EEXP_FN, GOV_COPR e EMIT_AC. (com relação positiva); e SET_ECO (com relação positiva e negativa). O Quadro 6 contém um resumo dos testes univariados. As hipóteses foram separadas por grupos de variáveis testadas (em relação ao tamanho, desempenho, endividamento, liquidez e aquisições, e não-contábeis).

Hipóteses	Relação esperada	Relação Observada
Tamanho		
H1 – (TREM) = Tamanho Relativo da Empresa no Mercado	Positiva	Positiva
H3 - (REC) = Receita Operacional Líquida	Positiva	Positiva
H4 - (PAT) = Patrimônio Líquido	Positiva	Positiva
H15 (TNG ATIVO) = Tangibilidade dos Ativos (= Ativos Permanentes).	Positiva	Positiva
H16 (ATIVO TOT) = Ativo Total.	Positiva	Positiva
Desempenho		
H5 - (LBREC) = Margem Operacional (= Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida).	Negativa	Não significativa
H6 - (RENTAOP) = Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (= Lucro Líquido/Patrimônio Líquido)	Negativa	Negativa
H7— (CRESCIM) = Crescimento Anual do Faturamento (= Taxa de Variação da Receita Operacional Líquida de um ano a outro).	Negativa	Positiva
H11 (RET_AC) = Retorno com base no Preço de Ações (= Taxa de retorno com base no preço das ações).	Positiva	Não significativa
H12 (RET_LPA) = Retorno com base no Lucro por Ação (= Taxa de retorno com base no lucro por ação).	Positiva	Não significativa
H13 (LPA_P) = Índice Lucro sobre o Preço de Cotação	Negativa	Negativa
H14 (VPA) = Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial (= Valor de Mercado da Empresa/Valor Patrimonial).	Positiva	Positiva
Endividamento, Liquidez e Aquisições		
H8— (LIQUID) = Índice de Liquidez Corrente (= Ativo Circulante/Passivo Circulante)	Negativa	Não significativa
H9 (ENDIV) = Grau de Endividamento Total (= Passível Exigível/Ativo Total).	Negativa	Negativa
H10 (AQUIST) = Aquisições de Ativo Permanente (= Aquisições de Ativos Permanentes/Total das Origens)	Negativa	Negativa
Não-contábeis		
H2 – (EEXP_FL) = Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação	Positiva	Positiva
H17 (EMIT_AC) = Captação via Emissão de Ações	Positiva	Positiva
H18 (GOV_CORP) = Governança Corporativa	Positiva	Positiva
H19 (SET_ECO) = Setor da Economia.	Positiva/ Negativa	Positiva/ Negativa

Quadro 6 – Resumo dos Resultados dos Testes Univariados.

Fonte: Elaboração Própria

4.2 Testes Multivariados

Conforme foi descrito na subseção 3.3.2, as variáveis consideradas nos testes univariados foram agrupadas para a realização dos testes multivariados, obedecendo-se ao seguinte critério: o primeiro teste, envolvendo somente as variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988); ao segundo teste foram acrescentadas as variáveis não-contábeis; e um último teste, com as demais variáveis contábeis analisadas. Os resultados são apresentados nas subseções 4.2.1 a 4.2.3.

4.2.1 Variáveis Baseadas no Estudo de Saudagaran (1988)

Os testes multivariados envolvendo somente as variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988) - Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (TREM) e Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP_FN) – apresentaram resultados significativos (Tabela 1). Assim, preservadas as limitações já apresentadas na seção 1.6 (quantidade e adaptação de uma das variáveis) há evidências de que os fatores encontrados pelo citado autor poderiam ser estendidos ao contexto brasileiro: empresas com maior tamanho relativo no mercado e com presença significativa no exterior, por meio de exportações, estariam mais propensas a listar suas ações no exterior, via emissão dos *Depositary Receipts* (DRs).

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística z	Prob.
C	1.356425	0.600746	2.257900	0.0240
LOG(TREM)	0.180575	0.040628	4.444586	0.0000
EEXP_FN	0.152409	0.092634	1.645279	0.0999
Obs com Dep=0	181	Total obs		245
Obs com Dep=1	64			

Tabela 1 – As variáveis de Saudagaran (1988)

Fonte: Adaptado de *Eviews*

4.2.2 Variáveis Baseadas no Estudo de Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis

O segundo teste multivariado considerou as variáveis baseadas no estudo de Saudagaran (1988), ou seja, TREM e EEXP_FN, num primeiro grupo, associando este grupo com as demais variáveis não-contábeis testadas: Governança Corporativa (GOV_CORP), Captação via Emissão de Ações (EMIT_AC) e Setor da Economia. Para se apurar a relação com o setor da economia, foram testadas somente as variáveis *dummies* que apresentaram resultados significativos nos testes univariados: Setor 11 (Papel & Celulose) e Setor 15 (Telecomunicações), que tiveram *dummies* com coeficientes positivos; e Setor 19 (outros), que teve *dummy* com coeficiente negativo (ver seção 4.1).

Após a realização de vários testes alternativos, as equações a seguir resultaram significativas:

A primeira equação (Tabela 2) resultou nas seguintes variáveis que, em conjunto, influenciariam as empresas a listar suas ações no exterior: TREM, EEXP_FN, EMIT_AC e Setor 11 (Papel & Celulose) e Setor 15 (Telecomunicações). Assim, empresas com maior tamanho relativo no mercado, com maiores níveis de exportação, que são consideradas captadoras de recurso por meio de emissão de novas ações e que pertençam aos setores de Papel & Celulose ou de Telecomunicações estariam mais propensas a listar suas ações no exterior.

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística z	Prob.
C	0.450925	0.709373	0.635666	0.5250
LOG(TREM)	0.145351	0.043893	3.311461	0.0009
EEXP_FN	0.190683	0.103056	1.850283	0.0643
EMIT_AC	0.814556	0.417909	1.949121	0.0513
SET_11	1.388263	0.809596	1.714761	0.0864
SET_15	1.197806	0.515475	2.323694	0.0201
Obs com Dep=0	181	Total obs		245
Obs com Dep=1	64			

Tabela 2 – Variáveis baseadas em Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis – Primeira Equação

Fonte: Adaptado de *Eviews*

A segunda equação (Tabela 3) resultou nas seguintes variáveis que, em conjunto, influenciariam as empresas a listar suas ações no exterior: TREM, EEXP_FN, GOV_CORP e Setor 15 (Telecomunicações). Dessa forma, empresas com maior tamanho relativo no contexto brasileiro, com maiores níveis de exportação, que participam das melhores práticas de Governança Corporativa (Níveis 1 ou 2, ou do Novo Mercado) e que pertençam ao setor de Telecomunicações estariam mais propensas a listar suas ações no exterior.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	Prob.
C	-0.314198	0.747087	-0.420565	0.6741
LOG(TREM)	0.112469	0.045519	2.470812	0.0135
EEXP_FN	0.208314	0.109925	1.895058	0.0581
GOV_CORP	2.373215	0.454431	5.222389	0.0000
SET 15	1.461414	0.536798	2.722468	0.0065
Obs com Dep=0	181	Total obs		245
Obs com Dep=1	64			

Tabela 3 – Variáveis baseadas em Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis – Segunda Equação

Fonte: Adaptado de *Eviews*

Tanto na primeira quanto na segunda equação observa-se a relação significativa do conjunto de variáveis com a situação de a empresa listar-se no exterior. No entanto, a segunda equação (Tabela 3) é superior à primeira (Tabela 2), tendo em vista que os critérios informacionais de Akaike e Schwarz (Apêndice D) são inferiores para a segunda equação, relativamente à primeira (BROOKS, 2002).

4.2.3 Outras Variáveis Contábeis Testadas

Além das variáveis estudadas por Sanvicente (1996), em estudo sobre as variáveis que explicariam a situação de empresas em terem ou não seu capital aberto, foram agregadas neste trabalho outras variáveis contábeis. Assim, este grupo ficou composto dos seguintes fatores: Receita Operacional Líquida (REC), Patrimônio Líquido (PAT), Tangibilidade dos Ativos (TNG_ATIVO = Ativos Permanentes), Ativo Total (ATIVO_TOT) Margem Operacional (LBREC = Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida), Rentabilidade sobre o Patrimônio

Líquido ($RENTAOP = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$), Crescimento Anual do Faturamento ($CRESCIM = \text{Taxa de Variação da Receita Operacional Líquida de um ano a outro}$), Retorno com base no Preço de Ações ($RET_AC = \text{Taxa de retorno com base no preço das ações}$), Retorno com base no Lucro por Ação ($RET_LPA = \text{Taxa de retorno com base no lucro por ação}$), Índice Lucro sobre o Preço de Cotação (LPA_P), Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial ($VPA = \text{Valor de Mercado das Empresas} / \text{Valor Patrimonial}$), Índice de Liquidez Corrente ($LIQUID = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$), Grau de Endividamento Total ($ENDIV = \text{Passivo Exigível} / \text{Ativo Total}$) e Aquisições de Ativo Permanente ($AQUIST = \text{Aquisições de Ativos Permanentes} / \text{Total das Origens}$).

O teste multivariado envolvendo todas as variáveis contábeis, acima descritas, apresentou resultado significativo com as variáveis $RENTAOP$, $ATIVO_TOT$ e LPA_P (Tabela 4). Assim, empresas com características de melhor rentabilidade sobre o patrimônio líquido, maiores valores de ativo total e com menores índices de lucro por ação pelo preço de cotação das ações (LPA_P tem sinal negativo na equação) teriam maior probabilidade de listar suas ações no exterior.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	Prob.
C	-8.170135	2.731788	-2.990765	0.0028
LOG($RENTAOP$)	0.942999	0.407651	2.313249	0.0207
LOG($ATIVO_TOT$)	0.919634	0.190893	4.817545	0.0000
LOG(LPA_P)	-1.357004	0.337301	-4.023123	0.0001
Obs com Dep=0	93	Total obs		138
Obs com Dep=1	45			

Tabela 4 – Variáveis Contábeis

Fonte: Adaptado de *Eviews*

As variáveis $RENTAOP$, $ATIVO_TOT$ e LPA_P também apresentaram resultados significativos nos testes univariados. Uma diferença observada foi que, o resultado de $RENTAOP$, no teste univariado, foi de significância negativa (o que se esperava com a hipótese H_6), o inverso do resultado multivariado (sinal positivo). Este resultado para $RENTAOP$ indica que, no conjunto de variáveis, ainda que as empresas tenham altos valores

de patrimônio líquido (denominador de RENTAOP) vale também estar apresentando bons resultados nas suas operações.

O resultado positivo para RENTAOP, na equação multivariada, foi o inverso do teste apresentado por Sanvicente (1996): em sua equação, RENTAOP tem sinal negativo em relação à situação da empresa em ter seu capital aberto. Algumas possíveis respostas para essa diferença poderiam residir na questão dos motivos diversos para a decisão de abertura de capital e de listagem de ações no mercado externo, ou na necessidade de maior aprofundamento na escolha de variáveis contábeis para a análise da decisão de listar, já que parecem estar mais ligadas às características situacionais ou circunstanciais de empresas.

No caso das duas outras variáveis que compõem a equação (ATIVO_TOT e LPA_P) permanecem os argumentos discutidos nos testes univariados (hipóteses H13 e H16 – ver seção 4.1): o tamanho da empresa em termos de ativos totais tem influência positiva na situação de estar listada no exterior e o valor de cotação de ações (denominador de LPA_P) pode ser o gerador da influência negativa da variável LPA_P na situação da empresa em ter suas ações listadas no exterior.

4.3 Discussão dos Resultados

Os testes univariados, consolidados no Quadro 20 (seção 4.1), foram importantes na investigação das variáveis independentes que seriam consideradas no contexto brasileiro como influenciadoras da situação de listagem de ações no estrangeiro. Os resultados dos testes multivariados são mais robustos, pois levam em consideração os efeitos, em conjunto, das variáveis explanatórias.

Comparando-se as equações descritas nas subseções 4.2.1 a 4.2.3, resumidas no Quadro 7, observa-se que os resultados dos testes empíricos, principalmente os que preservam as variáveis estudadas por Saudagaran (1988), guardam relação com outros estudos realizados.

Variáveis de Saudagaran (1988)	Variáveis de Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis 1a. Equação	Variáveis de Saudagaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis - 2a. Equação	Variáveis Contábeis
Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (TREM)	Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (TREM)	Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (TREM)	Ativo Total (ATIVO_TOT)
Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP FN)	Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP FN)	Empresa Exportadora, por Faixa ou Nível de Exportação (EEXP FN)	Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RENTAOP)
	Captação via Emissão de Ações (EMIT_AC)	Governança Corporativa (GOV_CORP)	Índice Lucro sobre o Preço de Cotação (LPA P) com sinal (-)
	Setor 11 (Papel & Celulose)		
	Setor 15 (Telecomunicações).	Setor 15 (Telecomunicações).	

Quadro 7 – A Situação de Listagem de Ações no Exterior – Contexto Brasileiro

Fonte: Elaboração Própria

Pagano; Roell e Zechner (2002), destacam que empresas de alta tecnologia, orientadas para exportação, são atraídas para as bolsas norte-americanas e que também seriam motivos para a listagem, questões relacionadas ao fortalecimento da empresa em seu ramo de atuação, junto a seus fornecedores. Como Saudagaran (1988), esses autores entendem que a listagem no exterior pode estar relacionada à divulgação (*marketing*) da empresa no exterior junto a seus fornecedores, consumidores e empregados, o que pode resultar em maiores vendas no exterior. Nesse sentido, Desai (2004) considera que a listagem amplia o conhecimento dos consumidores dos países estrangeiros sobre a empresa exportadora e que lista suas ações no país para onde exporta. Neste trabalho foi observada relação significativa entre a situação de listagem com empresas que mais exportam e, nos testes univariados, relação positiva também com as empresas que exportam para os Estados Unidos da América.

Desai (2004) e Pagano; Roell e Zechner (2002) consideram que as empresas também poderiam decidir pela listagem no estrangeiro para alcançar altos padrões de transparência contábil e de governança corporativa e que o ambiente altamente regulado pode baixar o custo

de capital. Desai (2004) ressalta que empresas que procuram mercados externos para colocação de suas ações procuram melhor proteção aos acionistas, com mais visibilidade sobre governança e demonstrativos contábeis, aumentando a credibilidade de investidores. Neste trabalho foi observada a relação significativa com a situação de listagem entre as empresas que participam das melhores práticas de Governança Corporativa (Níveis 1 e 2 e Novo Mercado), tanto nos testes univariados, como no teste multivariado.

Pagano; Roell e Zechner (2002) também entendem que os custos de listagem são elevados, normalmente pelas exigências de padrões de contabilidade, o que é mais sensível a pequenas empresas. Assim, empresas maiores teriam maior probabilidade de listar suas ações no exterior. Nesta pesquisa também se confirmou a relação entre empresas listadas no exterior e empresas com maior tamanho relativo no mercado doméstico, além da relação significativa com empresas maiores em termos de ativos totais, nos testes multivariados e com todas as variáveis relacionadas ao tamanho nos teste univariados.

Pagano et al. (2001) acreditam que, se as empresas observarem que outras empresas do mesmo ramo de atividade listam em um mercado em particular, elas podem entender que terão a ganhar se as imitarem (*be with your peers*). Nesta pesquisa também foram observadas relações positivas e negativa entre a situação de listar ações no exterior com alguns setores da economia (nos testes univariados) e relação positiva com os setores 11 (Papel & Celulose) e 15 (Telecomunicações), nos testes multivariados.

Os resultados do estudo aqui apresentado não pretendem encerrar a discussão sobre as variáveis que influenciariam as empresas brasileiras a terem suas ações listadas no exterior, mas se propõem a contribuir para qualificar e quantificar os fatores entendidos relevantes para a ampliação do conhecimento da realidade brasileira dos *Depositary Receipts* (DRs).

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES

Esta pesquisa investigou os motivos e as características das empresas brasileiras que listam suas ações no mercado externo por meio da emissão de Depositary Receipt (DR).

As hipóteses formuladas e os modelos testados tiveram como base o estudo de Saudagaran (1988). Esse autor investigou em seu trabalho as empresas que lançam DR, testando-as em relação às variáveis “Tamanho Relativo da Empresa no Mercado” e “Proporção de Vendas no Exterior”, onde houve resultado positivo significativo, “Proporção de Funcionários Baseados no Exterior”, com resultado não significante, e “Proporção de Ativos Estrangeiros”, com insignificância nos testes univariados e com sinal negativo nos testes multivariados.

Dada a carência de dados para essas quatro variáveis, no cenário brasileiro, testaram-se apenas duas variáveis estudadas por Saudagaran (1988): o Tamanho Relativo da Empresa no Mercado e Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação (esta última adaptada de “proporção de vendas no exterior”).

Para ampliar a investigação sobre possíveis fatores que, no contexto doméstico, pudessem influenciar as empresas brasileiras a listar suas ações no exterior, foram agregadas ao trabalho variáveis contábeis e não-contábeis, formulando-se 19 hipóteses e realizando-se, além dos testes univariados, três seqüências de testes multivariados.

Trabalhou-se com 288 empresas listadas nas bolsas de valores brasileiras (Bovespa e Soma). Os dados foram obtidos da Economática®, CVM, BOVESPA e MDIC. O modelo para os testes empíricos realizados foi o *Logit*, pelo fato de a variável dependente ser binária (empresas brasileiras listadas, ou não, no exterior).

Por meio dos testes realizados, pode-se inferir que a metodologia e as variáveis utilizadas e validadas por Saudagaran (1988), quanto à decisão de as empresas listarem suas ações em mercados estrangeiros, verificam-se para as empresas brasileiras que listaram suas

ações no exterior, ressaltando-se as limitações apresentadas na seção 1.6, em relação ao número e à adaptação de uma das variáveis. Com os testes univariados e multivariados, conclui-se que as empresas brasileiras com maior tamanho relativo no mercado e com maiores níveis de exportação estariam mais propensas a listar suas ações no exterior, lançando DR, por meio de *American Depositary Receipt* (ADR), DR Argentina, DR Espanha ou *Global Depositary Receipt* (GDR).

Na investigação sobre outras variáveis que poderiam, isoladamente, influenciar as empresas brasileiras na decisão de listarem suas ações no exterior, tem-se confirmação de relação significativa em 13 das 17 outras hipóteses formuladas:

- a) com as quatro demais variáveis relacionadas ao tamanho da empresa: Receita Operacional Líquida, Patrimônio Líquido, Tangibilidade dos Ativos, Ativo Total, com resultados positivos;
- b) em quatro das sete variáveis relacionadas ao desempenho da empresa: Crescimento Anual do Faturamento e Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial, com resultados positivos; e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido e Índice Lucro sobre o Preço de Cotação, com resultados negativos;
- c) em duas das três variáveis testadas, considerando-se o endividamento, liquidez e aquisições: Grau de Endividamento Total e Aquisições de Ativo Permanente, com resultados negativos;
- d) com as três demais variáveis não-contábeis testadas: Captação via Emissão de Ações, Governança Corporativa e Setor da Economia. Para o setor da Economia foram utilizadas *dummies*, tendo sido observada relação positiva com os setores de Papel & Celulose e Telecomunicações, e, relação negativa, com o setor Outros.

Nos testes multivariados também se conclui pela existência de variáveis, do contexto doméstico, que, em conjunto, influenciam a decisão de empresas brasileiras em listar suas ações no exterior:

- a) o Tamanho Relativo da Empresa no Mercado, Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação - as variáveis estudadas por Saudagaran (1988) – e, Captação via Emissão de Ações e Setores de Papel & Celulose e de Telecomunicações, são positivamente significantes. Foi observado, da mesma forma, que o Tamanho Relativo da Empresa no Mercado, Empresas Exportadoras, por Faixa ou Nível de Exportação, em conjunto com Governança Corporativa e com o Setor de Telecomunicações também são variáveis explicativas da situação de listagem de ações no exterior;
- b) entre as variáveis contábeis analisadas em conjunto, são positivamente significativas a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido e Ativo Total, e, negativamente significante, o Índice Lucro sobre o Preço de Cotação.

Tem-se, assim, que o objetivo geral do trabalho foi atingido: com base na teoria apresentada e por meio dos testes empíricos realizados foi possível identificar fatores que influenciam as empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras.

Desta forma, espera-se que este estudo contribua para a caracterização e ampliação do conhecimento das empresas brasileiras, principalmente para as que abrem seu capital ou listam suas ações no exterior, e que os resultados aqui apresentados, sejam úteis na tecnologia da informação, como ferramenta de melhoria do processo decisório de empresas, de investidores, de entidades reguladoras e de governos.

As limitações em relação à indisponibilidade de dados - publicações sobre capitais investidos no exterior (o Banco Central do Brasil – Bacen - disponibiliza somente dados em relação às Instituições Financeiras, e consolidados em relação às demais empresas); publicação de forma padronizada, sobre valores de vendas no exterior (as empresas informam

as receitas advindas do exterior somente em notas explicativas); e publicações sobre funcionários sediados no exterior, por empresa (dados não divulgados pelo Ministério do Trabalho) - poderiam ser objeto de reavaliação por órgãos reguladores, na medida em que considerem ser informações úteis aos investidores e à sociedade, podendo também constituir objeto de futuras pesquisas, ampliando a investigação das variáveis explanatórias da situação de listagem de ações no estrangeiro por empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ACCOR EM NOTÍCIAS. **Informativo Accor em Notícias – Accor no Mundo**, 01 nov. 1998. Disponível em: http://www.accor.com.br/serviços/noticias/mat_mundo.asp?id=44. Acesso em: 05 maio 2004.

ALVES, A. Empresas listadas podem triplicar, diz Magliano. **InvestNews**, 29 jun. 2004. Disponível em: <http://www.investnews.com.br/includes/Imprimir.aspx?CodNoticia=39922933&CodCan>>. Acesso em: 09 jul. 2004.

ANDERSON, M.C.; BANKER, R. D.; JANAKIRAMAN, S.N. Are Selling, General, and Administrative Cost “Sticky”? **Journal of Accounting Reserch**, v. 41, n. 1, Mar. 2003.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: FIECAFI/USP, 1999.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços: Um enfoque Econômico-Financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Mercado Financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Investimentos Brasileiros no Exterior**. Atualização: 20 fev. 2004. Disponível em: http://www.andima.com.br/legislacao/arqs/investimentos_brasileiros_exterior.pdf. Acesso em: 23 mar. 2004.

BIN, F. S.; MORRIS, G. B.; CHEN, D.H. Effects of exchange-rate and interest-rate risk on ADR pricing behavior. **North American Journal of Economics and Finance**, n. 14, p. 241-262, jan. 2003.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Bovespa vai aos Municípios Chega a Marília. **Notícias Bovespa**, 06 jun. 2004. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.htm>>. Acesso em: 06 jul. 2004.

_____. **Dicionário de Finanças**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.htm>. Acesso em: 23 mar. 2004a.

_____. **Relatório Anual 2003**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.htm>. Acesso em: 23 jun. 2004b.

_____. **Empresas Nível 1 e 2 e Novo Mercado.** Disponível em:
<http://www.bovespa.com.br/Principal.htm> Acesso em: 06 jul. 2004c.

BRAZ, A. Um voto de confiança. **Valor ONLINE**, 25 mar. 2004. Disponível em:
<http://www.valor.com.br/veconomico/?show=index&mat=2304062&edicao=&cadern...>
Acesso em: 23 mar. 2004.

BROOKS, C., **Introductory Econometrics for Finance.** Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2002.

CARMO, H. C. E; DIAZ, M. D. M. **Análise de Base de Dados e Utilização de Variáveis Binárias (Dummy).** In: VASCONCELLOS, M. A.; ALVES, D. (Coord.). Manual de Econometria. Sao Paulo: Atlas, 2000. p. 83-104.

CASTANHEIRA, J.; SAMBRANA, C. O Triunfo da Braskem. **Isto é Dinheiro.** Disponível em: http://www.terra.com.br/istoedinheiro/332/negocios/332_triufo_braskiem.html. Acesso em: 01 mar 2004.

CASTRO, C. M. **A Prática da Pesquisa.** Pernambuco: Mcgraw-Hill do Brasil, 1977.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Programas de DR Aprovados, posição em 02 jul. 2004.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 jan. 2004.

_____. **ADR's Junho de 2004.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 mai. 2004a.

_____. **Informativo CVM – 06/07/2004.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 mai. 2004b.

COSTA JÚNIOR, N. C. A.; NEVES, M. B. E. **Variáveis Fundamentalistas e Retorno das Ações.** In: COSTA JÚNIOR, N. C. A; LEAL, R. P. C.; LEMGRUBER, E. F. (Coord). Mercado de Capitais: Análise Empírica no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000. p. 99 – 111.

CRUZ, P. ADR brasileiro gira US\$ 5,3 bi em fevereiro. **Valor ONLINE**, 25 mar. 2004. Disponível em:
<http://www.valor.com.br/veconomico/?show=index&mat=2272125&edicao=&cadern>
Acesso em: 05 mar. 2004.

DESAI, M. Cross-Border Listings and Depositary Receipts. **Harvard Business Online.** Harvard Business School, v. 9-204-022, p. 1-30. Jan. 2004.

ECONOFINANCE.COM. **Dicionário de Finanças e Termos de Investimentos**. Disponível em: <http://www.econofinance.com/dicionario.htm>. Acesso em: 01 jul. 2004.

FOLHA ONLINE. Empregado da ALL terá desconto de 10% na compra de ações. **Folha Online**, 07 de junho de 2004. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult9lu85253.shtml>. Acesso em: 08 jul. 2004.

FOLHA ONLINE. Rentabilidade ao Alcance de Todos. **Informe publicitário – Mercado de Ações**, 28 jun. 2004a. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/publicidade/mercadodeacoes/>. Acesso em: 07 jul. 2004.

GREENE, W.H. **Econometric Analysis**, New Jersey: Prentice Hall, 2002.

HARTUNG, D.S. **Negócios Internacionais**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. **Contabilidade Gerencial**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KAROLYI, A. G. Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications. **Financial Markets, Institutions and Instruments**, v. 7, n. 1, Jan. 1998.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual**. 6. ed. São Paulo: EPU, 1979.

MARCON, R. O **Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras – O caso dos American Depositary Receipt (ADRs)**. 2002. 151 fl. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2002.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C.E. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/trabalhosPDF/73.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2004.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO. Balança Comercial. Empresas Exportadoras. Empresas Importadoras por Países e Unidades da

Federação. **Empresas Exportadoras 2003**. Disponível em <http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/inicial/index.php>. Acesso em: 20 mai. 2004.

PAGANO, M. et al. What makes stock exchanges succeed?: Evidence from cross-listing decisions. **European Economic Review**, n. 45, p. 770-782, 2001.

PAGANO, M.; RÖELL, A. A.; ZECHNER, J. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 6, p. 2651-2694, Dec. 2002.

PICCHETTI, P. **Econometria das Variáveis de Resposta Qualitativas e Limitadas**. In: VASCONCELLOS, M. A.; ALVES, D. (Coord.). Manual de Econometria. Sao Paulo: Atlas, 2000. p. 147-162.

PICCHETTI, P.; CARMO, H. C. E. **Extensões ao Modelo Básico de Regressão Linear**. In: VASCONCELLOS, M. A.; ALVES, D. (Coord.). Manual de Econometria. Sao Paulo: Atlas, 2000. p. 65 - 82.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. **Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais**. In: BEUREN, I. M. (Org.). Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática. São Paulo: Atlas, 2003. p. 76-97

REBOUÇAS, L. Empresas lançam US\$ 3,3 bi em ADR. **Gazeta Mercantil**. 6 Jul. 2004. Disponível em: <http://www.investnews.com.br/banconoticias>. Acesso em: 08 jul. 2004.

RIPARDO, S. Ação da ALL estreia a todo vapor na Bolsa, lidera giro e dispara 13%. **Folha Online**, 26 jun. 2004. Disponível em <http://www.1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult9lu86011.shtml>. Acesso em: 08 jul. 2004.

SANVICENTE, A.Z. Perfil das companhias abertas: comparação com empresas fechadas. 1996. Científica. **Ibamec São Paulo**. Pesquisa e Produção. Disponível em: <http://www.ibamec.br/sub/SP/article.php?topicid=144&siteid=18>. Acesso em: 05 abr. 2004.

SAUDAGARAN, S. M. An Empirical Study of Selectec Factors Influencing The Decision to List on Foreign Stock Exchanges. **Journal of International Business Studies**, v. 10, n.1; p. 101-127, Spring,1988.

SBC NOTÍCIAS. JP Morgan Chase conclui a aliança com o Bank One. **SBC Notícias - Mundo**, atualizado em 02 jul. 2004. Disponível em: <http://noticias.cardiol.br/listanotsql.asp?P1=148205>. Acesso em: 09 jul. 2004

SCHMIDT, P. **História do Pensamento Contábil**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

SILVA JÚNIOR, A. Gol capta R\$ 1 bi e oferta da ALL leva R\$ 588 mi. **Gazeta Mercantil**, 24 jun. 2004. Disponível em: <http://www.investnews.com.br/banconoticias>. Acesso em: 08 jul. 2004.

_____. Gol PN sobe 5,38% no primeiro dia. **Gazeta Mercantil**, 25 jun. 2004. Disponível em: <http://www.investnews.com.br/banconoticias>. Acesso em: 08 jul. 2004a.

SOCIEDADE OPERADORA DO MERCADO DE ATIVOS S/A. **A SOMA - Perfil**. Disponível em: <http://www.somativos.com.br/indexIE.htm>. Acesso em: 09 jul. 2004.

TABAK, B. M.; LIMA, E. J. A. The effects of the Brazilian ADRs program on domestic market efficiency. Banco Central do Brasil. **Working Paper Series**, n. 43, jun. 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps43.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2004.

VALOR ONLINE. Volume de ações brasileiras nos EUA aumenta 50% e vai a 7 bi. **Valor Online**, 05 mar. 2004. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/noticias/?show=showNoticias&n=&id=2229862>. Acesso em: 05 mar. 2004.

VELLOSO, T.; FRISCH F. Uma Bovespa em Nova York. **Valor Online**, 01 abr. 2004. Disponível em: <http://www.valor.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2316587>. Acesso em: 01 abr. 2004.

VISWANATHAN, K. G.; ZYCHOWICZ, E. J. Firm-Specific and Institutional Determinants of Foreign Firm Decisions to List on U.S. Markets. **Paper presented at the Multinational Financial Society's Tenth Annual Conference**, Montreal, Canada, 28 jun. e 4 jul. 2003.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Programas DRs, em ser, aprovados pela CVM (por mercado)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
ACESITA SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA SA	EUA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
ARACRUZ CELULOSE SA	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AP (B)
BAHIA SUL CELULOSE SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP (A)
BANCO BRADESCO SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA	AP
BANCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
BANCO ITAU SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
BOMBRIL SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
BRASIL TELECOM SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA	AP
BRAZIL REALTY SA EMPREDEE PART	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CENTRAIS ELET.BRAS.-ELETROBRÁS	EUA	144-A	CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
CENTRAIS ELETRICAS DE SANTA CATARINA S.A	EUA	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
	EUA	144-A	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
CESP CIA ENERGETICA SAO PAULO	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	EUA	NÍVEL 2	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CIA FORÇA E LUZ CATAGUAZES-LEOPOLDINA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP (A)
CIA GER ENE ELET TIETE	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CIA PARANAENSE ENERGIA - COPEL	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CIA SANEAMENTO BÁSICO ESTADO SÃO PAULO	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO

(continua)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
CIA SID NACIONAL	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
CIA SUZANO PAPEL CELULOSE	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AP
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	EUA	144-A E REG "S"	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
CIA TRANSM ENERG ELET PAULISTA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
CIA VALE DO RIO DOCE	EUA	NÍVEL 2	CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AP
	EUA	NÍVEL 3	BANCO BRADESCO SA	JPMORGAN CHASE BANK	AO
CIA.PARANAENSE ENERGIA - COPEL	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP (B)
COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS-AMBEV	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO / AP
COMPANHIA SIDERÚRGICA BELGO-MINEIRA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
COPENE PETROQ DO NORDESTE SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP (A)
CTM CITRUS SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
DUKE ENERGY INT,GERAÇÃO PARANAPANEMA SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
EMBRAER EMP BRAS AERON SA	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AP
EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
EUCATEX SA INDE COMERCIO	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
GERDAU SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
GLOBEX UTILIDADES SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
IOCHPE-MAXION SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK	AP
KLABIN S.A.	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
LOJAS AMERICANAS SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK	AP
MARCOPOLO SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S/A	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
PARANAPANEMA SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
PERDIGÃO SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP

(continua)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 3	CITIBANK DTVM SA	CITIBANK NA	AO
REFRIGERACAO PARANA SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
SA FABRICA PROD ALIMENT VIGOR	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
SADIA SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
SAO PAULO ALPARGATAS SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO / AP
SARAIVA SA LIVREIROS EDITORES	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
SUZANO PETROQUIMICA S/A	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TEKA TECELAGEM KUEHN RICH SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AO
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
TELE CELULAR SUL PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK	AP
TELE CENTRO OESTE CELULAR PART	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELE LESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELE NORDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	JPMORGAN CHASE BANK	AP
TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELECOM BRASILEIRAS SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELEFONICA DATA BRASIL HOLDING SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELEMIG CELULAR PARTICIP S/A	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TELESP CELULAR PARTICIP. SA	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
	EUA	NÍVEL 2	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
TRACTEBEL ENERGIA SA	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP (B)
	EUA	144-A	CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
	EUA	NÍVEL 1	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
UNITS-UNIBANCO E UNIBANCO HOLD	EUA	NÍVEL 3	UNIBANCO UNIAO BANCOS BRAS SA	CITIBANK NA	AP
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL SA	EUA	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP

(continua)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
BCO. ITAU SA	ARGENTINA		BANCO ITAU S.A.	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
CENTRAIS ELET. BRAS.- ELETROBRÁS	ARGENTINA		BANCO ITAU S.A.	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AO
	ARGENTINA		BANCO ITAU S.A.	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	ARGENTINA		BANCO ITAU S.A.	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE CELULAR SUL PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE CENTRO OESTE CELULAR PART	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE CENTRO SUL PARTICIPAÇÕES SA	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE LESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE NORDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE NORTE LESTE PARTICIP. S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELECOM BRASILEIRAS SA	ARGENTINA	NÍVEL 1	ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELECOM RIO DE JANEIRO SA	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELECOM. BRAS. SA- TELEBRÁS	ARGENTINA		BANCO ITAU S.A.	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELEMIG CELULAR PARTICIP S/A	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
TELESP CELULAR PARTICIP. SA	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP
	ARGENTINA		ITAU CORRETORA DE VALORES SA	BCO. ITAÚ ARGENTINA SA	AP

(continua)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
ARACRUZ CELULOSE SA	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP (B)
BANCO BRADESCO SA	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP
BRADESPAR S/A	ESPANHA	NÍVEL 2	CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AO
	ESPANHA	NÍVEL 2	CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP
BRASKEM S.A.	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP (A)
CENTRAIS ELET.BRAS.- ELETROBRÁS	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP (B)
	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AO
CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	ESPANHA	NÍVEL 1	CÂMARA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP
CIA PARANAENSE ENERGIA - COPEL	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP
	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AO
CIA SUZANO PAPEL CELULOSE	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP
CIA VALE DO RIO DOCE	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AO / AP
GERDAU SA	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES- SCL	AP

(continua)

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
KLABIN S.A.	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES-SCL	AP
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S/A	ESPANHA		CLC-CAMARA LIQ.E CUSTODIA S/A	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES-SCL	AP
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES-SCL	AO
	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES-SCL	AP
SUZANO PETROQUIMICA S/A	ESPANHA		CBLC - CIA BRAS LIQ CUSTODIA	SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACION VALORES-SCL	AP

Emissora	Mercado	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
BRADESPAR S/A	GLOBAL		BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA	AO
	GLOBAL		BANCO BRADESCO SA	CITIBANK NA	AP
CIA ENERG MINAS GERAIS - CEMIG	GLOBAL	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AP
CIA SID TUBARAO	GLOBAL	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AP (B)
CIA.BRASILEIRA DE DISTRIBUIçAO	GLOBAL	NÍVEL 3	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
DIXIE TOGA SA	GLOBAL	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AP
ELEVADORES ATLAS SA	GLOBAL	144-A	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
ESP.STO.CENT.EL.-EXCELSA	GLOBAL		BANCO ITAU S.A.	CITIBANK NA	AO
IVEN SA	GLOBAL	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
LATAS DE ALUMINIO SA - LATASA	GLOBAL	REG "S"	BANCO BRADESCO SA	MORGAN GUARANTY TRUST CO. OF NY	AO
RHODIA-STER SA	GLOBAL	REG "S"	BANCO ITAU S.A.	THE BANK OF NEW YORK	AO
USINAS SID.DE MINAS GERAIS SA	GLOBAL	REG "S"	BANCO BRADESCO SA	THE BANK OF NEW YORK	AP

Brazilian Depository Receipts

Emissora	Nível	Custodiante	Depositário	Espécie
ACCOR S.A	NÍVEL 1	THE BANK OF NEW YORK	BANCO BRADESCO SA	AO
AVENTIS (FRANÇA)	NÍVEL 1	SOCIÉTÉ GENERALE S/A	BANCO ITAU S.A.	AO
TELEFÓNICA SA	NÍVEL 3	CITIBANK NA	BANCO BRADESCO SA	AO
RHODIA SA	NÍVEL 1	CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ	BANCO ITAU S.A.	AO

Fonte: Adaptado de CVM, 2004a (ajustes efetuados conforme orientação da CVM, Anexo C)

APÊNDICE B - Programas DRs, em ser, aprovados pela CVM (por empresa) – 1992 a 2003

Empresas	Tipo de Programa	Nível do Programa	Ano de Aprovação do Programa
Acesita	ADR-ADR	1-1	14/07/1994 - 22/08/1994
AES Tiete ON(CIA DE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA TIETÊ)	ADR-ADR	1-1	3/9/1999
Alpargatas	ADR	1	7/4/1994
Ambev	ADR- ADR- ADR	2- 2- 2	23/7/1996- 03/12/1996- 04/09/2000
Aracruz	ADR- DR ESPANHA	3- NA	26/5/1992- 26/11/1999
Bahia Sul	ADR	1	21/12/1994
Bco Itau Hold Finan	DR ARGENTINA- ADR	NA- 2	28/4/1998- 13/06/2001
Belgo Mineira	ADR	1	21/11/1995
Bombril	ADR	1	24/5/1994
Bradesco	ADR- DR ESPANHA	2- NA	6/6/1997- 07/12/2000
Bradespar	GLOBAL- GLOBAL- DR ESPANHA- DR ESPANHA	NA- NA- 2- 2	21/12/2000- 21/12/2000- 19/06/2001- 19/06/2001
Brasil T Par	ADR	2	21/9/1998
Brasil Telecom	ADR	2	12/11/2001
Braskem	DR ESPANHA	NA	15/9/2003
Brazil Realt	ADR-ADR	1-1	21/10/1996- 12/08/2002
Bunge Brasil	ADR	1	22/9/1994
Celesc	ADR-ADR-ADR	1-REG S- 144- A	12/9/1994- 24/09/1996- 24/09/1996
Cemig	ADR - Global- ADR- DR ESPANHA	2- REG S - 1- 1	4/6/1993- 15/07/1994 - 30/10/1995- 05/07/2002
Cesp	ADR-ADR	1-1	23/2/1994- 03/09/1999
Copel	ADR- ADR- DR ESPANHA- DR ESPANHA	1- 3- NA- NA	23/04/1996- 23/07/1996- 31/05/2002- 31/05/2002
Coteminas	ADR- ADR	144-A e REG S- 1	12/11/1997- 10/09/2001
CTM Citrus	ADR	1	14/6/1994
Dixie Toga	GLOBAL	REG S	24/6/1997

(continua)

Empresas	Tipo de Programa	Nível do Programa	Ano de Aprovação do Programa
	ADR-ADR- DR ARGENTINA- DR ESPANHA-DR ESPANHA	1- 144-A- NA NA	21/12/1994- 10/02/1998- 17/04/1998- 10/02/2000- 10/02/2000
Eletrobras			
Embraer	ADR	3	20/7/2000
	ADR- DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Embratel Part			
Escelsa	GLOBAL	NA	25/10/1996
Eucatex	ADR	1	11/1/1994
Gera Paranapanema (DUKE ENERGY)	ADR-ADR	1-1	3/9/1999
			07/11/1997- 23/05/2002
Gerdau Met	2-DR Esp	NA	
	ADR - ADR- DR ESPANHA	2- 2- NA	7/11/1997- 07/11/1997- 23/05/2002
Gerdau			
Globex	ADR	1	25/10/1996
Iochp-Maxion	ADR	1	11/1/1994
Iven	GLOBAL	REG S	3/9/1999
			17/11/1994- 03/05/2001
Klabin	ADR- DR ESPANHA	1- NA	
Loj Americanas	ADR	1	21/6/1995
Marcopolo	ADR	1	23/7/1996
			31/10/1996- 11/02/2000
Net	ADR- DR ESPANHA	3- NA	
Pao de Acucar (CIA BRASILEIRA)	GLOBAL	3	22/9/1995
Paranapanema	ADR	1	21/12/2000
			17/10/1996- 17/10/1996- 24/03/1998
Perdigao	ADR- ADR	2- 2- 1	
	ADR-ADR- DR ARGENTINA- ADR- DR ESPANHA- DR ESPANHA	1-2- NA- 3- NA NA	10/10/1995- 12/11/1996- 17/04/1998- 09/08/2000- 04/07/2002- 04/07/2002
Petrobras			
Rhodia-Ster	GLOBAL	REG S	21/12/1994
Rossi Resid	ADR	1	15/7/1997
Sabesp	ADR	3	9/5/2002
Sadia SA	ADR	2	5/4/2001
			18/9/2000- 18/09/2000
Saraiva Livr	ADR- ADR	1-1	
Sid Nacional	ADR	2	10/11/1993
Sid Tubarao	GLOBAL	REG S	4/7/1994

(continua)

Empresas	Tipo de Programa	Nível do Programa	Ano de Aprovação do Programa
Suzano Petroquim	DR ESPANHA- ADR	NA- 1	27/6/2002- 30/12/2002
Suzano	ADR- DR ESPANHA	1- NA	22/11/1993- 10/02/2000
Teka	ADR	1-1	9/2/1994- 19/05/1998
Tele Celular Sul	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Tele Centroeste Cel	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Tele Leste Celular	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Tele Nordeste Celul	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Tele Norte Celular	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998 - 16/10/2000
Tele Sudeste Celula	ADR-DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Telebras Remanesc	DR ARGENTINA- DR ARGENTINA-	NA	17/4/1998- 24/10/2000
Telefonica Data Hld	ADR	1	08/05/2001
Telemar-Tele NL Par	ADR- DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Telemig Celul Part	ADR- DR ARGENTINA	2- NA	21/9/1998- 16/10/2000
Telesp Cel Part	ADR- DR ARGENTINA- DR ARGENTINA	2-NA	21/9/1998- 16/10/2000
Tractebel	ADR	1- 144-A- 1	04/06/1998- 04/06/1998- 04/06/1998
Transmissao Paulist	ADR-ADR	1-1	3/9/1999 03/09/1999
Ultrapar	ADR	3	28/9/1999
Unibanco	ADR	3	19/5/1997
Usiminas	GLOBAL	REG S	19/9/1994
Vale Rio Doce	ADR- DR ESPANHA- ADR	2- NA- 3	17/02/1994- 11/01/2000- 20/03/2002
Vigor	ADR	1	11/12/1998
Votorantim C P	ADR-ADR	1- 3	30/11/1992- 13/04/2000

Observação: NA representa informação não disponibilizada

Fonte: Adaptado de CVM²⁷ e CVM (2004)

²⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Programas de BDR e DR Aprovados. Relatório SCAO13, emitido em 19 de março de 2004.** Relatório disponibilizado pela CVM, a pedido. Obra não publicada.

APÊNDICE C - Testes Univariados

Hipótese 1 - Tamanho Relativo da Empresa no Mercado (TREM)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:37

Sample: 1 288

Included observations: 247

Excluded observations: 41

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.656281	0.584094	2.835643	0.0046
LOG(TREM)	0.186316	0.040505	4.599848	0.0000
Mean dependent var	0.263158	S.D. dependent var		0.441241
S.E. of regression	0.421991	Akaike info criterion		1.067702
Sum squared resid	43.6287	Schwarz criterion		1.096118
Log likelihood	-129.8612	Hannan-Quinn criter.		1.079142
Restr. log likelihood	-142.3545	Avg. log likelihood		-0.525754
LR statistic (1 df)	24.98673	McFadden R-squared		0.087762
Probability(LR stat)	5.77E-07			
Obs with Dep=0	182	Total obs		247
Obs with Dep=1	65			

Hipótese 2 -Empresas Exportadoras, por faixa ou Nível de Exportação (EEXP FN)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 08/04/04 Time: 22:44

Sample: 1 288

Included observations: 284

Excluded observations: 4

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.344833	0.18621	-7.222112	0.0000
EEXP_FN	0.171123	0.087182	1.962837	0.0497
Mean dependent var	0.246479	S.D. dependent var		0.431721
S.E. of regression	0.429004	Akaike info criterion		1.117573
Sum squared resid	51.90046	Schwarz criterion		1.14327
Log likelihood	-156.6954	Hannan-Quinn criter.		1.127876
Restr. log likelihood	-158.5951	Avg. log likelihood		-0.551744
LR statistic (1 df)	3.799536	McFadden R-squared		0.011979
Probability(LR stat)	0.051267			
Obs with Dep=0	214	Total obs		284
Obs with Dep=1	70			

Hipótese 3 - Receita Operacional Líquida (REC)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:42

Sample: 1 288

Included observations: 232

Excluded observations: 56

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-10,00074	1,692565	-5,908631	0,0000
LOG(REC)	0,671633	0,12605	5,328301	0,0000
Mean dependent var	0,206897	S.D. dependent var		0,405957
S.E. of regression	0,366563	Akaike info criterion		0,854821
Sum squared resid	30,90472	Schwarz criterion		0,884534
Log likelihood	-97,1592	Hannan-Quinn criter.		0,866804
Restr. log likelihood	-118,2772	Avg. log likelihood		-0,41879
LR statistic (1 df)	42,23608	McFadden R-squared		0,178547
Probability(LR stat)	8,09E-11			
Obs with Dep=0	184	Total obs		232
Obs with Dep=1	48			

Hipótese 4 - Patrimônio Líquido (PAT)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:40

Sample(adjusted): 1 287

Included observations: 265

Excluded observations: 22 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-12,76245	1,745153	-7,313081	0,0000
LOG(PAT)	0,888893	0,128598	6,91219	0,0000
Mean dependent var	0,267925	S.D. dependent var		0,443716
S.E. of regression	0,376804	Akaike info criterion		0,886243
Sum squared resid	37,34098	Schwarz criterion		0,91326
Log likelihood	-115,4272	Hannan-Quinn criter.		0,897098
Restr. log likelihood	-154,0136	Avg. log likelihood		-0,435574
LR statistic (1 df)	77,17294	McFadden R-squared		0,250539
Probability(LR stat)	0			
Obs with Dep=0	194	Total obs		265
Obs with Dep=1	71			

Hipótese 5 - Margem Operacional (LBREC) = Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:41

Sample: 1 288

Included observations: 227

Excluded observations: 61

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.314729	0.16545	-7.946384	0.0000
LOG(LBREC)	0.00406	0.087135	0.046595	0.9628
Mean dependent var	0.211454	S.D. dependent var		0.409242
S.E. of regression	0.410149	Akaike info criterion		1.049364
Sum squared resid	37.84995	Schwarz criterion		1.07954
Log likelihood	-117.1029	Hannan-Quinn criter.		1.061541
Restr. log likelihood	-117.1039	Avg. log likelihood		-0.515872
LR statistic (1 df)	0.002163	McFadden R-squared		9.24E-06
Probability(LR stat)	0.962901			
Obs with Dep=0	179	Total obs		227
Obs with Dep=1	48			

Hipótese 6 - Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RENTAOP) = lucro líquido/patrimônio líquido

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:44

Sample(adjusted): 2 286

Included observations: 181

Excluded observations: 104 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.651429	0.402028	-4.107749	0.0000
LOG(RENTAOP)	-0.292352	0.150715	-1.939771	0.0524
Mean dependent var	0.276243	S.D. dependent var		0.448379
S.E. of regression	0.445663	Akaike info criterion		1.179478
Sum squared resid	35.55217	Schwarz criterion		1.214821
Log likelihood	-104.7428	Hannan-Quinn criter.		1.193807
Restr. log likelihood	-106.676	Avg. log likelihood		-0.578689
LR statistic (1 df)	3.866373	McFadden R-squared		0.018122
Probability(LR stat)	0.049263			
Obs with Dep=0	131	Total obs		181
Obs with Dep=1	50			

Hipótese 7-Crescimento Anual do Faturamento(CRESCIM) = taxa de variação da receita operacional líquida

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:45

Sample(adjusted): 1 287

Included observations: 224

Excluded observations: 63 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-11.71347	1.833438	-6.388799	0.0000
LOG(CRESCIN)	0.877296	0.149068	5.885187	0.0000
Mean dependent var	0.214286	S.D. dependent var		0.411245
S.E. of regression	0.359512	Akaike info criterion		0.826701
Sum squared resid	28.69319	Schwarz criterion		0.857162
Log likelihood	-90.59048	Hannan-Quinn criter.		0.838996
Restr. log likelihood	-116.3859	Avg. log likelihood		-0.404422
LR statistic (1 df)	51.59081	McFadden R-squared		0.221637
Probability(LR stat)	6.84E-13			
Obs with Dep=0	176	Total obs		224
Obs with Dep=1	48			

Hipótese 8 - Índice de Liquidez Corrente (LIQUID) = Ativo Circulante/Passivo Circulante

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:46

Sample: 1 288

Included observations: 285

Excluded observations: 3

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.173233	0.145489	-8.06405	0.0000
LOG(LIQUID)	0.16635	0.133555	1.245553	0.2129
Mean dependent var	0.245614	S.D. dependent var		0.431208
S.E. of regression	0.430963	Akaike info criterion		1.123577
Sum squared resid	52.56143	Schwarz criterion		1.149209
Log likelihood	-158.1098	Hannan-Quinn criter.		1.133852
Restr. log likelihood	-158.8776	Avg. log likelihood		-0.554771
LR statistic (1 df)	1.53558	McFadden R-squared		0.004833
Probability(LR stat)	0.215277			
Obs with Dep=0	215	Total obs		285
Obs with Dep=1	70			

Hipótese 9 - Grau de Endividamento (ENDIV) = Passível Exigível/Ativo Total

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:47

Sample: 1 288

Included observations: 288

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.405534	0.479955	0.844942	0.3981
LOG(ENDIV)	-0.416953	0.128992	-3.232392	0.0012
Mean dependent var	0.246528	S.D. dependent var		0.43174
S.E. of regression	0.42515	Akaike info criterion		1.092254
Sum squared resid	51.69528	Schwarz criterion		1.117692
Log likelihood	-155.2846	Hannan-Quinn criter.		1.102448
Restr. log likelihood	-160.8446	Avg. log likelihood		-0.539183
LR statistic (1 df)	11.11995	McFadden R-squared		0.034567
Probability(LR stat)	0.000854			
Obs with Dep=0	217	Total obs		288
Obs with Dep=1	71			

Hipótese 10 – Aquisição de Ativo Permanente (AQUIST) = Aquisições de Ativos Permanentes/Total das Origens

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:48

Sample: 1 288

Included observations: 232

Excluded observations: 56

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.248368	0.203509	-6.134225	0.0000
LOG(AQUIST)	-0.229896	0.109485	-2.0998	0.0357
Mean dependent var	0.275862	S.D. dependent var		0.447914
S.E. of regression	0.444392	Akaike info criterion		1.1754
Sum squared resid	45.42136	Schwarz criterion		1.205113
Log likelihood	-134.3464	Hannan-Quinn criter.		1.187383
Restr. log likelihood	-136.6486	Avg. log likelihood		-0.579079
LR statistic (1 df)	4.604367	McFadden R-squared		0.016847
Probability(LR stat)	0.031891			
Obs with Dep=0	168	Total obs		232
Obs with Dep=1	64			

Hipótese 11 - Retorno com base no Preço de Ações (RET_AC)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:49

Sample(adjusted): 4 288

Included observations: 120

Excluded observations: 165 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.095595	0.392957	-2.788077	0.0053
LOG(RET_AC)	-0.109536	0.175295	-0.624863	0.5321
Mean dependent var	0.291667	S.D. dependent var		0.456435
S.E. of regression	0.457554	Akaike info criterion		1.237415
Sum squared resid	24.70393	Schwarz criterion		1.283873
Log likelihood	-72.24491	Hannan-Quinn criter.		1.256282
Restr. log likelihood	-72.43647	Avg. log likelihood		-0.602041
LR statistic (1 df)	0.383125	McFadden R-squared		0.002645
Probability(LR stat)	0.535936			
Obs with Dep=0	85	Total obs		120
Obs with Dep=1	35			

Hipótese 12 - Retorno com base no Lucro por Ação (RET_LPA)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:52

Sample(adjusted): 1 285

Included observations: 69

Excluded observations: 216 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.259717	0.530929	0.489175	0.6247
LOG(RET_LPA)	0.361563	0.269762	1.340305	0.1801
Mean dependent var	0.405797	S.D. dependent var		0.494643
S.E. of regression	0.491674	Akaike info criterion		1.381298
Sum squared resid	16.19682	Schwarz criterion		1.446055
Log likelihood	-45.65477	Hannan-Quinn criter.		1.406989
Restr. log likelihood	-46.59517	Avg. log likelihood		-0.661663
LR statistic (1 df)	1.880786	McFadden R-squared		0.020182
Probability(LR stat)	0.170245			
Obs with Dep=0	41	Total obs		69
Obs with Dep=1	28			

Hipótese 13 - Índice Lucro sobre o Preço de Cotação (LPA_P)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:54

Sample(adjusted): 8 285

Included observations: 152

Excluded observations: 126 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.983729	0.525484	1.872045	0.0612
LOG(LPA_P)	-0.747039	0.207603	-3.598407	0.0003
Mean dependent var	0.302632	S.D. dependent var		0.460916
S.E. of regression	0.436548	Akaike info criterion		1.150394
Sum squared resid	28.58613	Schwarz criterion		1.190182
Log likelihood	-85.42991	Hannan-Quinn criter.		1.166557
Restr. log likelihood	-93.18779	Avg. log likelihood		-0.562039
LR statistic (1 df)	15.51575	McFadden R-squared		0.08325
Probability(LR stat)	8.18E-05			
Obs with Dep=0	106	Total obs		152
Obs with Dep=1	46			

Hipótese 14 – Índice Valor de Mercado sobre o Valor Patrimonial (VPA) = valor de mercado das empresas/valor patrimonial

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:55

Sample: 1 288

Included observations: 265

Excluded observations: 23

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.925534	0.145218	-6.373403	0.0000
LOG(VPA)	0.459705	0.155233	2.961396	0.0031
Mean dependent var	0.260377	S.D. dependent var		0.439671
S.E. of regression	0.434494	Akaike info criterion		1.126704
Sum squared resid	49.65051	Schwarz criterion		1.153721
Log likelihood	-147.2882	Hannan-Quinn criter.		1.137559
Restr. log likelihood	-151.9646	Avg. log likelihood		-0.555805
LR statistic (1 df)	9.352677	McFadden R-squared		0.030773
Probability(LR stat)	0.002227			
Obs with Dep=0	196	Total obs		265
Obs with Dep=1	69			

Hipótese 15 - Tangibilidade dos Ativos (TNG_ATIVO) = Ativos Permanentes

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:57

Sample: 1 288

Included observations: 287

Excluded observations: 1

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-12.47128	1.597491	-7.806794	0.0000
LOG(TNG_ATIVO)	0.85335	0.116238	7.341384	0.0000
Mean dependent var	0.243902	S.D. dependent var		0.430185
S.E. of regression	0.363887	Akaike info criterion		0.826868
Sum squared resid	37.73799	Schwarz criterion		0.85237
Log likelihood	-116.6556	Hannan-Quinn criter.		0.837089
Restr. log likelihood	-159.439	Avg. log likelihood		-0.406465
LR statistic (1 df)	85.56681	McFadden R-squared		0.268337
Probability(LR stat)	0			
Obs with Dep=0	217	Total obs		287
Obs with Dep=1	70			

Hipótese 16 - Ativo Total (ATIVO_TOT)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 17:58

Sample: 1 288

Included observations: 288

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-10.8663	1.474221	-7.370876	0.0000
LOG(ATIVO_TOT)	0.704304	0.103564	6.800639	0.0000
Mean dependent var	0.246528	S.D. dependent var		0.43174
S.E. of regression	0.383612	Akaike info criterion		0.902592
Sum squared resid	42.08713	Schwarz criterion		0.92803
Log likelihood	-127.9733	Hannan-Quinn criter.		0.912786
Restr. log likelihood	-160.8446	Avg. log likelihood		-0.444352
LR statistic (1 df)	65.74262	McFadden R-squared		0.204367
Probability(LR stat)	5.55E-16			
Obs with Dep=0	217	Total obs		288
Obs with Dep=1	71			

Hipóteses 17 - Captação via Emissão de Ações (EMIT_AC)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 18:02

Sample: 1 288

Included observations: 288

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.247648	0.151609	-8.229383	0.0000
EMIT_AC	0.864656	0.367568	2.352367	0.0187
Mean dependent var	0.246528	S.D. dependent var		0.43174
S.E. of regression	0.42814	Akaike info criterion		1.1126
Sum squared resid	52.4249	Schwarz criterion		1.138037
Log likelihood	-158.2144	Hannan-Quinn criter.		1.122793
Restr. log likelihood	-160.8446	Avg. log likelihood		-0.549355
LR statistic (1 df)	5.260533	McFadden R-squared		0.016353
Probability(LR stat)	0.021814			
Obs with Dep=0	217	Total obs		288
Obs with Dep=1	71			

Hipótese 18 - Governança Corporativa (GOV_CORP)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 07/21/04 Time: 18:01

Sample: 1 288

Included observations: 288

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.508897	0.162927	-9.26117	0.0000
GOV_CORP	2.530548	0.421491	6.003796	0.0000
Mean dependent var	0.246528	S.D. dependent var		0.43174
S.E. of regression	0.393509	Akaike info criterion		0.98477
Sum squared resid	44.28694	Schwarz criterion		1.010207
Log likelihood	-139.8068	Hannan-Quinn criter.		0.994963
Restr. log likelihood	-160.8446	Avg. log likelihood		-0.48544
LR statistic (1 df)	42.0756	McFadden R-squared		0.130796
Probability(LR stat)	8.78E-11			
Obs with Dep=0	217	Total obs		288
Obs with Dep=1	71			

Hipótese 19 - Setor da Economia (SET ECO)

Dependent Variable: FL

Method: ML - Binary Logit

Date: 09/02/04 Time: 21:38

Sample: 1 288

Included observations: 288

Convergence achieved after 27 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1,178655	0,404304	-2,915271	0,0036
D1	-33,85725	46723075	-7,25E-07	1,0000
D2	0,405465	0,638006	0,63552	0,5251
D3	0,667829	0,834742	0,800042	0,4237
D4	-0,430783	0,873763	-0,49302	0,622
D5	-33,95715	13309384	-2,55E-06	1,0000
D6	0,390198	0,555802	0,702044	0,4827
D7	-0,207639	0,761661	-0,272614	0,7852
D8	-1,01857	1,12897	-0,902212	0,3669
D9	0,485508	1,289753	0,376435	0,7066
D10	-33,95773	18811516	-1,81E-06	1,0000
D11	1,58412	0,761661	2,079822	0,0375
D12	-0,767255	1,142943	-0,671298	0,502
D13	-0,143101	0,692913	-0,206521	0,8364
D14	0,262364	0,581774	0,450972	0,652
D15	1,258698	0,568962	2,21227	0,0269
D16	-0,941609	0,732663	-1,285187	0,1987
D17	-33,95718	21043369	-1,61E-06	1,0000
D18	-0,836248	0,854475	-0,978668	0,3277
Mean dependent var	0,246528	S.D. dependent var		0,43174
S.E. of regression	0,419934	Akaike info criterion		1,124407
Sum squared resid	47,4367	Schwarz criterion		1,36606
Log likelihood	-142,9146	Hannan-Quinn criter.		1,221247
Restr. log likelihood	-160,8446	Avg. log likelihood		-0,496231
LR statistic (18 df)	35,86013	McFadden R-squared		0,111474
Probability(LR stat)	0,007353			
Obs with Dep=0	217	Total obs		288
Obs with Dep=1	71			

 Fonte: Adaptado de *Eviews*

APÊNDICE D - Testes Multivariados

As Variáveis de Saudaragan (1988)

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 08/04/04 Time: 23:20

Sample: 1 288

Included observations: 245

Excluded observations: 43

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.356425	0.600746	2.2579	0.024
LOG(TREM)	0.180575	0.040628	4.444586	0.0000
EEXP_FN	0.152409	0.092634	1.645279	0.0999
Mean dependent var	0.261224	S.D. dependent var		0.440201
S.E. of regression	0.419975	Akaike info criterion		1.066057
Sum squared resid	42.68367	Schwarz criterion		1.108929
Log likelihood	-127.5919	Hannan-Quinn criter.		1.083321
Restr. log likelihood	-140.7118	Avg. log likelihood		-0.520783
LR statistic (2 df)	26.2397	McFadden R-squared		0.093239
Probability(LR stat)	2.01E-06			
Obs with Dep=0	181	Total obs		245
Obs with Dep=1	64			

As Variáveis de Saudaragaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis	Primeira Equação
---	-------------------------

Dependent Variable: FL_NFL				
Method: ML - Binary Logit				
Date: 08/15/04 Time: 04:44				
Sample: 1 288				
Included observations: 245				
Excluded observations: 43				
Convergence achieved after 4 iterations				
Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.450925	0.709373	0.635666	0.5250
LOG(TREM)	0.145351	0.043893	3.311461	0.0009
EEXP_FN	0.190683	0.103056	1.850283	0.0643
EMIT_AC	0.814556	0.417909	1.949121	0.0513
SET_11	1.388263	0.809596	1.714761	0.0864
SET_15	1.197806	0.515475	2.323694	0.0201
Mean dependent var	0.261224	S.D. dependent var		0.440201
S.E. of regression	0.411925	Akaike info criterion		1.04802
Sum squared resid	40.55399	Schwarz criterion		1.133765
Log likelihood	-122.3825	Hannan-Quinn criter.		1.08255
Restr. log likelihood	-140.7118	Avg. log likelihood		-0.49952
LR statistic (5 df)	36.6586	McFadden R-squared		0.130261
Probability(LR stat)	7.01E-07			
Obs with Dep=0	181	Total obs		245
Obs with Dep=1	64			

As Variáveis de Saudaragaran (1988) e Outras Variáveis Não-Contábeis	Segunda Equação
---	------------------------

Dependent Variable: FL_NFL				
Method: ML - Binary Logit				
Date: 08/15/04 Time: 04:46				
Sample: 1 288				
Included observations: 245				
Excluded observations: 43				
Convergence achieved after 4 iterations				
Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.314198	0.747087	-0.420565	0.6741
LOG(TREM)	0.112469	0.045519	2.470812	0.0135
EEXP_FN	0.208314	0.109925	1.895058	0.0581
GOV_CORP	2.373215	0.454431	5.222389	0.0000
SET_15	1.461414	0.536798	2.722468	0.0065
Mean dependent var	0.261224	S.D. dependent var		0.440201
S.E. of regression	0.384621	Akaike info criterion		0.940426
Sum squared resid	35.50397	Schwarz criterion		1.01188
Log likelihood	-110.2022	Hannan-Quinn criter.		0.969201
Restr. log likelihood	-140.7118	Avg. log likelihood		-0.449805
LR statistic (4 df)	61.01917	McFadden R-squared		0.216823
Probability(LR stat)	1.77E-12			
Obs with Dep=0	181	Total obs		245
Obs with Dep=1	64			

Outras Variáveis Contábeis Testadas
--

Dependent Variable: FL_NFL

Method: ML - Binary Logit

Date: 08/15/04 Time: 05:00

Sample(adjusted): 8 285

Included observations: 138

Excluded observations: 140 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-8,170135	2,731788	-2,990765	0,0028
LOG(RENTAOP)	0,942999	0,407651	2,313249	0,0207
LOG(ATIVO_TOT)	0,919634	0,190893	4,817545	0,0000
LOG(LPA_P)	-1,357004	0,337301	-4,023123	0,0001
Mean dependent var	0,326087	S.D. dependent var		0,470487
S.E. of regression	0,362725	Akaike info criterion		0,847151
Sum squared resid	17,63026	Schwarz criterion		0,931999
Log likelihood	-54,4534	Hannan-Quinn criter.		0,881631
Restr. log likelihood	-87,12944	Avg. log likelihood		-0,39459
LR statistic (3 df)	65,35208	McFadden R-squared		0,375029
Probability(LR stat)	4,22E-14			
Obs with Dep=0	93	Total obs		138
Obs with Dep=1	45			

Fonte: Adaptado de *Eviews*

ANEXOS

ANEXO A - Informações sobre o Relatório Bovespa 2003

----- Original Message -----

From: Ombudsman@bovespa.com.br

To: [REDACTED]

Sent: Friday, June 25, 2004 7:04 AM

Subject: Re: Relatório BOVESPA 2003 - Pesquisas

Prezada Carmem,

Como o estudo foi feito com base em balanços publicados, os indicadores usados foram quocientes do tipo Dívida/Patrimônio Líquido, Lucro/Patrimônio Líquido, ou valores como, p. ex.o Patrimônio Líquido. O estudo não está disponível para publicação.

Atenciosamente,

Joubert Rovai
Ombudsman do Mercado

Edson e Carmem Tibério

<[REDACTED]>

Área:

17/06/2004 00:51

Para: <Ombudsman@bovespa.com.br>

cc: <[REDACTED]>

Assunto: Relatório BOVESPA 2003 -
Pesquisas

Caros senhores,

consta no relatório de 2003 da BOVESPA a informação sobre a pesquisa abaixo citada.

Gostaria de saber quais foram os indicadores/variáveis consideradas para análise da probabilidade da empresa entrar no mercado de capitais.

Aguardo notícias. Muito obrigada -

Carmem Sylvia Borges Tibério - Brasília DF

30

Pesquisas

Ao longo do ano, a BOVESPA realizou um extenso levantamento para identificar empresas com potencial de abertura de capital. A primeira etapa, finalizada no primeiro semestre, foi realizada pela FGV/Ibre e apontou 75 empresas de capital fechado que, segundo alguns indicadores econômico financeiros, teriam maior inclinação para abrir seu capital em bolsa de valores.

Fonte: Internet. Contato efetuado por e-mail. Resposta recebida do Sr. Joubert Roalem, Ombudsman do Mercado – Bovespa, em 25 de junho de 2004 (e-mail: ombudsman@bovespa.com.br).

ANEXO B - Níveis de Governança Corporativa e Novo Mercado

Empresas

Níveis de Governança Corporativa - Conheça os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

INTRODUÇÃO

O crescimento dos mercados de capitais, resultante da liberalização dos investimentos em portfólio nos países desenvolvidos e emergentes, ampliou o debate, que passou a contemplar também a forma de representação dos interesses dos investidores institucionais nos diversos mercados em que atuam. Organizações multilaterais como IFC e OCDE passaram a incorporar essa preocupação nas suas políticas de investimento.

No Brasil, uma parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência. No entanto, essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto serem resultado de esforços individuais. A adesão aos "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos.

A BOVESPA define como um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. A adesão a essas práticas distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

COMPANHIA NÍVEL 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.



COMPANHIA NÍVEL 2

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;



- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Todas essas regras estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

Empresas

Novo Mercado - Conheça o Novo Mercado

O **Novo Mercado** é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.



A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do **Novo Mercado**.

A entrada de uma empresa no **Novo Mercado** significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do **Novo Mercado**, em relação à legislação, é a **proibição de emissão de ações preferenciais**. Porém, esta não é a única. Resumidamente, a companhia aberta participante do **Novo Mercado** tem como obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no **Novo Mercado**;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Com o **Novo Mercado**, a BOVESPA abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo.

Fonte: Bovespa, acesso em 07.07.2004.

ANEXO C - Orientações da CVM para Ajustes na Relação de Programas DR

----- Original Message -----

From: [Carlos Frederico dos Santos Werneck](#)

To: [REDACTED]

Sent: Tuesday, July 06, 2004 3:51 PM

Subject: RES: Consulta sobre DR - ADR

Prezada Carmen Tibério,

De acordo com o relatório de ADR's publicado em junho de 2004, existem hoje 65 empresas com 82 programas de ADR's abertos. Segundo o estudo realizado por vocês, foram observadas 71 empresas e 90 programas abertos. De fato, quando o relatório de ADR's estava sendo desenvolvido, 68 empresas foram observadas, contudo algumas dessa já haviam sido retiradas de lista ou adquiridas, entre elas o Bom Preço, Lojas Arapuã, Petrobrás Distribuidora.

Em junho de 2000, o controle acionário de Bompreço S.A Supermercados do Nordeste e das suas coligadas HiperCard e Bomclube passa integralmente para o Grupo Royal Ahold. Em abril de 2003, A Ahold anunciou sua decisão de sair dos mercados da América do Sul, incluindo a venda do Bompreço. No dia 1º de março de 2004, o Bompreço passou a ser controlado pela grande rede varejista norte-americana Wal-Mart. As lojas Arapuã entraram em concordata à partir de 1998 e em 25/05/2000 foram retiradas do Bovespa. A BR Distribuidora fechou o seu capital em 2002.

No caso da Gole América Latina Logística, estas tiveram o seu capital aberto após a publicação do relatório de ADR's referente ao mês de junho, cujas informações apresentadas tem como data base o mês de maio.

Quanto ao programa de ADR's da Câmara de Liquidação e Custódia (CLC) descrito em planilha anexada, desconhecemos tal programa, assim como não temos informações sobre tal instituição e na época de concepção do relatório assumimos a hipótese de erro de digitação.

Portanto, se somarmos estas 6 companhias supramencionadas às 65 apresentadas no Relatório de ADR's, temos um total de 71 companhias com 90 programas de ADR's.

Para quaisquer dúvidas não hesite em contactar-nos.

Atenciosamente,

Carlos Frederico Santos Werneck - Analista

Assessoria Econômica

Comissão de Valores Mobiliários

Tel: +55 21 3233 8451

Fax: +55 21 3233 8477

Fonte: E-mail recebido da CVM em 6/07/2004, sobre divergências na quantidade de programas disponibilizado no *site* CVM.