

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

**GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, EFICIÊNCIA INFORMACIONAL E CUSTO DE CAPITAL:
UMA ANÁLISE DAS EMISSÕES DE ADRS BRASILEIROS NO PERÍODO 1992-2001.**

Adriano Leal Bruni

Orientador : Prof. Dr. Rubens Famá

São Paulo

2002

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof. Dr. Adolpho Melfi

DIRETORA DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

Profa. Maria Tereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

**GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, EFICIÊNCIA INFORMACIONAL E CUSTO DE CAPITAL:
UMA ANÁLISE DAS EMISSÕES DE ADRS BRASILEIROS NO PERÍODO 1992-2001.**

Adriano Leal Bruni

Orientador : Prof. Dr. Rubens Famá

Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do título de Doutor em Administração.

São Paulo

2002

Bruni, Adriano Leal

Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital : uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001 / Adriano Leal Bruni. -- São Paulo : FEA/USP, 2002.

187 p.

Tese - Doutorado
Bibliografia

1. Mercado de capitais 2. Administração financeira 3. Globalização I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

CDD – 332.041

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. <i>Organização do trabalho</i>	1
1.2. <i>Globalização e ADRs</i>	2
1.2.1. O que é globalização	2
1.2.2. A globalização dos mercados financeiros	5
1.2.3. O surgimento e a evolução do mercado de ADRs	8
Tipos de ADRs	11
1.2.4. A emissão de ADRs por empresas brasileiras.....	15
1.2.5. Mercados globalizados, eficiência informacional e aloccional.....	19
CAPÍTULO 2. REVISÃO DA BIBLIOGRAFIA.....	21
2.1. <i>A importância da diversificação internacional de investimentos</i>	21
2.1.1. A moderna teoria de portfólios	22
2.1.2. A importância da diversificação.....	26
2.1.3. Os benefícios da diversificação internacional	28
2.1.4. O papel dos mercados emergentes	31
2.1.5. Evidências empíricas sobre a inserção de ativos brasileiros em portfólios diversificados internacionalmente	33
2.1.6. Restrições à diversificação internacional e a importância dos ADRs	35
2.2. <i>A questão da interdependência, da segmentação e da fragmentação dos mercados de capitais</i>	36
2.2.1. A interdependência dos mercados.....	36
2.2.2. A segmentação dos mercados	40
2.2.3. A fragmentação dos mercados.....	44
2.3. <i>Eficiência informacional dos mercados</i>	48
2.4. <i>Eficiência aloccional dos mercados</i>	53
2.5. <i>Estudos empíricos com ADRs</i>	56
2.5.1. Estudos com ativos estrangeiros	56
2.5.2. Estudos com ativos brasileiros	60
CAPÍTULO 3. OBJETIVOS, MÉTODO E METODOLOGIA	62
3.1. <i>Objetivos do estudo</i>	62
3.1.1. Caracterização dos propósitos da pesquisa	62
3.1.2. Problema, tema e hipóteses	62
3.1.3. Estabelecimento das hipóteses do estudo.....	63
3.1.4. Definição das amostras	65
3.1.5. Delimitações do estudo	65
3.2. <i>Justificativas do estudo</i>	66
3.2.1. As características da presente pesquisa.....	66
3.2.2. O tema e sua importância	66
3.2.3. O tema e sua originalidade.....	67
3.3. <i>Método</i>	69
3.4. <i>Modelos econométricos aplicáveis ao estudo</i>	70
3.4.1. Testes de rumo aleatório (<i>random walk</i>).....	71
Classificação dos testes de rumo aleatório	72
Testes de incrementos independentes e identicamente distribuídos (IID).....	74
Teste de Kolmogorov-Smirnov.....	77
Teste das séries para aleatoriedade.....	79
Teste de auto-correlação	81
Testes de raiz unitária	84
Testes de cointegração	89
3.4.2. Estudos de eventos	91
Características principais dos estudos de eventos.....	92
Exemplos de estudos de eventos com ADRs	102
CAPÍTULO 4. RESULTADOS OBTIDOS.....	103

4.1.	<i>Análise da inclusão de ADRs brasileiros em portfólios internacionais.....</i>	103
4.2.	<i>Resultados dos testes de rumo aleatório</i>	109
4.2.1.	<i>Síntese dos testes de forma da distribuição</i>	111
4.2.2.	<i>Síntese dos testes de aleatoriedade para séries</i>	112
4.2.3.	<i>Síntese dos testes de auto-correlação.....</i>	114
4.2.4.	<i>Síntese dos testes de raízes unitárias.....</i>	116
4.3.	<i>Síntese dos testes de cointegração</i>	118
4.3.1.	<i>Teste com base na estatística de Durbin-Watson</i>	119
4.3.2.	<i>Teste com base na estatística de Johansen</i>	121
4.4.	<i>Resultados da contribuição da emissão de ADRs ao eventual aumento da eficiência informacional do mercado local.....</i>	123
4.5.	<i>Resultados dos testes sobre o custo de capital</i>	126
4.6.	<i>Resultados da análise da eficiência informacional semi-forte</i>	131
CAPÍTULO 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....		139
5.1.	<i>Síntese dos objetivos.....</i>	139
5.2.	<i>Síntese dos resultados</i>	140
5.3.	<i>Considerações.....</i>	142
BIBLIOGRAFIA.....		144
ANEXOS.....		160

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Mecanismo de compra de ações através de ADRs do Nível I.	9
Figura 2. Evolução do número total de programas de ADRs.	15
Figura 3. Evolução do número de ADRs brasileiros.	16
Figura 4. Relação entre o volume de ações negociadas na Nyse e na Bovespa.	18
Figura 5. Risco e retorno para diferentes correlações.	24
Figura 6. Risco versus retorno para três ou mais ativos.	25
Figura 7. Risco total versus número de ativos no portfólio.	28
Figura 8. Correlações com o índice Dow Jones (horizontes de 12 meses, retornos dolarizados).	29
Figura 9. Fronteiras eficientes de Bruni e Famá (1998).	35
Figura 10. Índices de mercados de ações durante a crise mexicana.	38
Figura 11. Linha do tempo de um estudo de evento.	93
Figura 12. Carteiras eficientes com e sem ADRs brasileiros.	108
Figura 13. Retornos extras agregados em torno do anúncio de emissão de ADRs (dados diários).	133
Figura 14. Retornos extras agregados acumulados em torno do anúncio de emissão de ADRs (dados diários).	133
Figura 15. Retorno extra (dados mensais).	135
Figura 16. Retorno extra acumulado (dados mensais).	136

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Principais tipos de ADRs.....	11
Quadro 2. Programas de ADRs brasileiros registrados na CVM.....	17
Quadro 3. Estudos empíricos sobre a interdependência de mercados de capitais.	38
Quadro 4. Estudos empíricos sobre a segmentação ou integração de mercados de capitais.....	42
Quadro 5. Caracterização das formas de eficiência dos mercados.	49
Quadro 6. Metodologias para testes da hipótese de eficiência.	49
Quadro 7. Procedimentos empregados nos testes de hipóteses.	71
Quadro 8. Classificação dos testes de rumo aleatório.....	72
Quadro 9. Estudos empíricos com aplicação do teste das séries para aleatoriedade de mercados de capitais.	80
Quadro 10. Estudos empíricos com aplicação do teste de auto-correlação de mercados de capitais.	84
Quadro 11. Empresas norte-americanas com maior valor de mercado.	104
Quadro 12. Programas de ADRs brasileiros em janeiro/02 (ordenados em US\$ mil).	104
Quadro 13. Ativos analisados.....	106
Quadro 14. Descrição das variáveis descritas na tabela anterior.....	117
Quadro 15. Resumo das hipóteses estudadas.	139
Quadro 16 : Empresas brasileiras emissoras de ADRs.....	168

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Fluxos de capitais privados para países emergentes (em bilhões de dólares).....	5
Tabela 2. Evolução do valor de mercado dos programas de ADRs brasileiros.	16
Tabela 3. Fluxos de capitais para países emergentes (em US\$ bilhões).	31
Tabela 4. Ativos excluídos em função de número de cotações insuficientes.....	105
Tabela 5. Carteiras da fronteira eficiente.	107
Tabela 6. Análise dos retorno das diferentes carteiras.....	109
Tabela 7. Resumo do teste t para igualdade de médias.....	109
Tabela 8. Relação de ADRs brasileiros analisados.	110
Tabela 9. Resultados dos testes de Kolmogorov-Smirnov	111
Tabela 10. Resultados dos testes de aleatoriedade para séries.	113
Tabela 11. Resultados dos testes de auto-correlação.....	115
Tabela 12. Resultados dos testes de raiz unitária (final das séries em 02/01/02).	117
Tabela 13. Valores críticos para o teste de DW=0.....	120
Tabela 14. Resultados das estatísticas DW.	120
Tabela 15. Resultados dos testes de cointegração para ADRs brasileiros (Johansen, S&P 500).	122
Tabela 16. Síntese dos testes de Philips-Perron.....	125
Tabela 17. Resultados das regressões efetuadas com base no modelo de mercado (36 meses).	128
Tabela 18. Resultados das regressões efetuadas com base no modelo de mercado (24 meses).	129
Tabela 19. Resultados das regressões efetuadas com base no modelo de mercado (12 meses).	130
Tabela 20. Resultados dos testes de Mann-Whitney.....	131
Tabela 21. Resultados dos testes t.....	131
Tabela 22. Retornos extras em torno do evento (dados diários).....	134
Tabela 23. Retornos extras (dados mensais).	137
Tabela 24. Resultados dos testes de hipóteses.	137
Tabela 25. Resultados dos testes de cointegração para ADRs brasileiros (DW, S&P 500).	170

AGRADECIMENTOS

Ao mestre e orientador, Professor Doutor Rubens Famá, pelo constante incentivo e, principalmente, por sua grata amizade ao longo deste e dos outros trabalhos que já produzimos e de novos que, com certeza, esperamos poder apresentar.

Aos Professores Doutores Fábio Frezatti e Tabajara Pimenta Júnior, pela participação no processo de elaboração desta pesquisa e, principalmente, pela zelosa revisão e contribuição às idéias apresentadas na qualificação do projeto deste estudo.

À Seção de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, especialmente representada por Maria Aparecida Sales e Valéria Lourenção, pela competência e pela gentileza sempre presentes ao longo dos meus anos de estudo e convivência nos cursos de mestrado e doutorado.

À Unidade de Processamento de Dados da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, representada por Dirce Soares, pela presteza e atenção constantemente concedidas no uso dos recursos de informática, indispensáveis para a condução desta pesquisa.

À *Global Foundation for Research and Scholarship*, que tornou viável este trabalho por meio da concessão de bolsa de estudo do Fundo Ryoichi Sasakawa.

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

