

Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise

Nadjara Davi Silva (UFU) - nadj_davi@hotmail.com

Kleverson Dáliton Silva Moreira (UFU) - kleversondaliton@hotmail.com

Vinicius Silva Pereira (UFU) - viniuss56@gmail.com

Cláudio Francisco Rezende (UFU) - claudiochico1@hotmail.com

Catarine Pitanguí (UFU) - catarinepitanguí@ufu.br

Resumo:

A presente pesquisa buscou analisar a distribuição de resultados das empresas domésticas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) emissoras de American Depositary Receipts (ADRs), compreendendo o período de 2006 a 2015. Para tanto, foi aplicado o método de regressão com dados em painel. Os resultados apontaram maior payout para as empresas emissoras de ADR's comparadas àquelas que não emitem tais títulos, além de identificar uma relação positiva entre distribuição de resultados e os eventos de crise, o que pode ser explicado pela Teoria dos Dividendos como Substitutos de La Porta et al (2000), para a qual, considerando a instabilidade econômica e a fraca proteção legal aos acionistas, as empresas distribuem dividendos como substitutos à proteção legal, mantendo a atratividade de suas ações.

Palavras-chave: ADR. Dividendos. Crise

Área temática: Abordagens contemporâneas de custos

Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise

Resumo

A presente pesquisa buscou analisar a distribuição de resultados das empresas domésticas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) emissoras de *American Depositary Receipts (ADRs)*, compreendendo o período de 2006 a 2015. Para tanto, foi aplicado o método de regressão com dados em painel. Os resultados apontaram maior *payout* para as empresas emissoras de ADR's comparadas àquelas que não emitem tais títulos, além de identificar uma relação positiva entre distribuição de resultados e os eventos de crise, o que pode ser explicado pela Teoria dos Dividendos como Substitutos de La Porta *et al* (2000), para a qual, considerando a instabilidade econômica e a fraca proteção legal aos acionistas, as empresas distribuem dividendos como substitutos à proteção legal, mantendo a atratividade de suas ações.

Palavras-chave: ADR. Dividendos. Crise.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos

1 Introdução

Alvo das atenções de investidores domésticos e internacionais, a crise econômica brasileira deu seus primeiros sinais a partir do ano de 2012, quando constatou-se que o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) ficou abaixo da média mundial. Além disso, verificou-se a queda do saldo da balança comercial brasileira.

Dentro desse contexto de crise econômica, o Brasil teve rebaixado seu grau de investimento por três das maiores agências internacionais de avaliação de risco: *Fitch*, *Moody's* e *Standard and Poor's*. Essas agências de *rating* são independentes e avaliam a capacidade e disponibilidade de um determinado país em honrar suas dívidas. Tais avaliações são fontes de análise que possibilitam aos potenciais investidores terem conhecimento sobre o risco inerente às aplicações de recursos que pretendam efetuar em determinado país.

As variações dos indicadores econômicos supracitados, bem como o rebaixamento do grau de investimento pelas agências de *rating* mencionadas, têm alarmado os investidores, de fato e potenciais, quanto ao risco de investimento no mercado brasileiro.

Um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral (2015) constatou que apenas 15,5% das empresas analisadas não tiveram suas estratégias de internacionalização afetadas pela crise político-econômica vivida pelo Brasil, indicando que tal crise exerce influência sobre a internacionalização de empresas brasileiras, sendo que algumas dessas empresas possuem títulos negociados na bolsa de valores de Nova York (NYSE), denominados *American Depositary Receipts (ADR's)*.

Conforme definição da *National Association Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)*, os ADR's são certificados sob a guarda de um banco depositário representantes de ações estrangeiras custodiadas por tal banco. Esses certificados estão sujeitos à mesma política monetária e riscos econômicos das ações das companhias a que estão vinculados.

Considerando a relação estabelecida no mercado internacional decorrente do fenômeno da globalização, cabe destacar a crise financeira internacional (*subprime*), que teve início em meados de 2007. Tal crise iniciou-se no mercado norte-americano e repercutiu

mundialmente, partindo de uma crise setorial – mercado imobiliário – para uma crise sistêmica. (FARHI *et al*, 2009)

O Brasil não foi poupado dos efeitos da crise internacional. Devido à elevada exposição a instrumentos derivativos de câmbio, o aumento cambial brusco desestabilizou a economia brasileira, acarretando prejuízos significativos principalmente às empresas exportadoras. (OREIRO e BASÍLIO, 2009)

Dentro dessa perspectiva de crise, tendo em vista analisar o comportamento da distribuição de dividendos de empresas emissoras de títulos negociados internacionalmente, este artigo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a relação das crises econômicas, internacional e doméstica, com a distribuição de dividendos de empresas brasileiras emissoras de ADR's?

Alinhado ao referido problema de pesquisa, o objetivo geral do presente estudo é analisar a influência das crises econômicas internacional e brasileira sobre a distribuição de dividendos das companhias domésticas emissoras de *American Depositary Receipts* – ADR's. Para alcançar tal objetivo, adotaram-se os seguintes objetivos específicos: listar as companhias cotadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – Bovespa no período de 2006 a 2015; selecionar as variáveis independentes que influenciam a distribuição de dividendos; analisar o comportamento da distribuição de dividendos das companhias brasileiras emissoras de ADR's considerando as épocas de crise econômica.

A relevância deste estudo reside na escassez de pesquisas acerca do comportamento da distribuição de dividendos de empresas brasileiras internacionalizadas em épocas de crise econômica. Além disso, a presente pesquisa mostra-se relevante porque permite aos investidores do mercado internacional avaliar quanto à viabilidade em aplicar recursos em ADRs brasileiras, bem como subsidiar suas decisões quanto à manutenção ou não de seus investimentos nesses títulos em casos de desestabilização da economia.

2 Referencial Teórico

Ao analisar a política de distribuição de dividendos de empresas brasileiras emissoras de ADR's nos períodos de crise internacional e doméstica, deve-se levar em consideração os aspectos inerentes à definição da política de dividendos, bem como as características associadas às crises econômico-financeiras, sendo esses tratados nesta seção.

2.1 Crises e Internacionalização

Um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral (FDC) em 2015 identificou que 31% das empresas internacionalizadas brasileiras tiveram suas estratégias afetadas. Dentre essas alterações estratégicas, o estudo identificou que 68,9% das multinacionais brasileiras ampliaram seus investimentos no mercado internacional como resposta à crise do mercado interno brasileiro, enquanto 31,1% reduziram suas aplicações no mercado internacional.

Com relação aos investimentos no mercado interno, a pesquisa da FDC (2015) identificou que 31,1% das empresas brasileiras internacionalizadas ampliaram seus investimentos no Brasil, enquanto 33,3% reduziram os investimentos e 35,5% mantiveram o nível de investimento inalterado.

Neste contexto, Aldrighi e Cardoso (2009) afirmam que a abertura financeira, dos países emergentes, inaugurou um período no qual se observou sucessões de crises financeiras internacionais. Devido a esta abertura e à grande interligação dos países em escalas globais, levou-se à criação de um mercado mundial e unificado de crédito e de dinheiro. Ainda de acordo com os autores, as crises tendem cada vez mais a se espalhar para outros países, sejam estes de uma mesma região ou mesmo pelo fato de terem vínculos comerciais muito atrelados.

Assim, mesmo países com sólida base de aplicação dos fundamentos macroeconômicos podem estar sujeitos a entrarem em uma crise provocada por fatores exógenos.

Minsky (1982) aponta que as crises são cíclicas e podem ocorrer por diversos fatores, como a má administração das Políticas Econômicas por parte do Governo, especulação pelos investidores, gestão precária das políticas de crédito pelas Instituições Financeiras e até mesmo fatores como interesses políticos, fortemente atrelados à corrupção.

Em se tratando de mercado de capitais, Aldrighi e Cardoso (2009) argumentam que grandes investidores expostos ao risco em países emergentes ou em regiões próximas à crise tendem a recompor seus portfólios em reação à crise cambial em determinado país, liquidando suas posições visando aumentar sua liquidez ou reduzir os riscos agregados. Sendo assim, conforme Simpson (2010), os efeitos das crises econômicas são refletidos quase que imediatamente nos mercados de capitais internacionais.

Aldrighi e Cardoso (2009) enfatizam que a assimetria de informações pode levar ao efeito manada, que influencia inclusive os gestores dos grandes fundos, que mesmo sabendo que esta seria uma decisão em desacordo com os fundamentos, precisam evitar problemas de agência, reduzindo os riscos de seus investimentos.

Uma ferramenta que as empresas possuem para manter os investidores interessados em adquirir os seus papéis é a distribuição de dividendos, contudo, segundo Bliss, Cheng e Denis (2015), em momentos de crise, é esperado que as empresas retenham grande parte de seus fluxos de caixa através da redução de pagamentos aos acionistas, para financiar suas operações e reduzir os custos com juros, de acordo com a Teoria *Pecking Order*. No entanto, segundo os mesmos autores, a crise afeta significativamente o crescimento da empresa e reduz suas oportunidades de investimento, diminuindo a eficiência do capital, levando a uma maior distribuição aos acionistas, de forma a evitar problemas de agência.

Desta forma, faz-se necessário compreender os aspectos relacionados à política de dividendos para analisar de que forma uma crise pode influenciar esta política e o que os investidores e acionistas podem esperar destes momentos de incerteza e dificuldades advindas do ambiente externo.

2.2 Considerações Acerca da Política de Dividendos

Assaf Neto (2010) destaca alguns dos aspectos que influenciam diretamente a decisão sobre a política de dividendos a ser definida. Um desses aspectos refere-se às oportunidades de investimentos acessíveis à empresa no desenvolver de suas atividades. Tais oportunidades, quando oferecem retornos acima daqueles que os acionistas obteriam em outras aplicações, justificariam a retenção de lucros em detrimento da distribuição de dividendos. Em contrapartida, caso não haja essa expectativa acerca das oportunidades de investimentos, a empresa deve distribuir seus resultados aos acionistas.

Um segundo fator determinante da política de dividendos refere-se à liquidez da empresa, que representa a capacidade de pagamento no curto prazo. Nesse aspecto, ainda que a empresa possua elevados resultados econômicos, caso seu nível de liquidez não seja suficiente para fazer frente às dívidas de curto prazo, a mesma não terá condições de distribuir dividendos. Outro aspecto a se considerar na fixação da política de dividendos refere-se ao acesso às fontes externas de financiamento, sendo que, quanto melhores as condições de financiamento para a empresa, maior a propensão da mesma em distribuir dividendos. (ASSAF NETO, 2010)

Gitman (2010) destaca outros fatores relevantes para a determinação da política de dividendos. O primeiro fator refere-se às restrições legais, as quais possuem como objetivo principal proteger os direitos dos investidores. Um exemplo de restrição legal é o caso

brasileiro do dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido ajustado, determinado pela Lei 6.404/1976.

Da mesma forma, tem-se um limite máximo a ser distribuído em dividendos, tendo por objetivo a proteção aos direitos dos credores, determinado pelas restrições contratuais, que tratam das limitações a que a empresa está sujeita devido a cláusulas restritivas exigidas por contratos de empréstimo. (BREALEY, MYERS, MARCUS, 2007; GITMAN, 2010)

Além desses aspectos, Brealey, Myers e Marcus (2007) ressaltam que a política de dividendos funciona como forma de sinalização para os investidores, provendo os mesmos de informações sobre as expectativas de rentabilidade da companhia. Isso porque, devido ao custo inerente aos elevados níveis de pagamento de dividendos, o que pressupõe nível de liquidez suficiente, maiores pagamentos de dividendos sinalizam a habilidade da empresa em gerar caixa para manter a distribuição de dividendos.

Considerando um país onde o regimento legal não ofereça proteção aos acionistas minoritários, como ocorre em países de legislação *civil law*, os dividendos funcionariam como substitutos da proteção legal aos investidores, visto que os mesmos, ao estarem expostos a maiores riscos de expropriação, receberiam dividendos para compensar a ausência de proteção legal efetiva. A partir dessas considerações sustenta-se a teoria dos dividendos como substitutos, onde a distribuição de dividendos não estaria atrelada às expectativas de crescimento da empresa, mas sim à proteção legal dada aos acionistas pelo país em que a empresa se localiza (LA PORTA *et al*, 2000).

Lintner (1956) verificou em seu estudo que o lucro constitui-se em fator preponderante na política de dividendos, originando a Teoria da Relevância dos dividendos, onde empresas com maiores lucros seriam mais propensas a distribuir resultados.

2.3 Estudos Anteriores

Relacionando os mercados doméstico e internacional, estudos realizados por Gusmão e Garcias (2008), com o objetivo de analisar quanto às possibilidades de arbitragem nos processos de ADR's, e Matsumoto e Borges (2004), com o propósito de analisar o nível de integração entre o mercado de ações brasileiro e o mercado de ADR's de companhias brasileiras, mediante comparação entre os preços das ações de companhias brasileiras com os preços de suas respectivas ADR's, utilizaram-se da estimativa de correlação e concluíram que a cotação dos ADR's brasileiros, em dólar, está fortemente relacionada com os preços das ações negociadas na Bovespa, em real.

Corroborando com os resultados desses estudos, Marcon, Alberton e Costa Jr. (2001) realizaram uma pesquisa com o intuito de analisar o comportamento das cotações das ações de companhias brasileiras e argentinas em relação às cotações dos ADR's das respectivas companhias. Para tanto, foi utilizado o modelo de Hietala em 1989 para testar a hipótese de segmentação do mercado e a ocorrência de divergências entre os preços dos ADR's com os preços no mercado interno, tendo considerado o período entre Julho/1997 e Junho/2000. Os resultados encontrados pelos autores demonstraram que, em ambos os países, tanto as ações quanto os ADR's sofrem influência do mercado doméstico.

Com enfoque nos determinantes da política de dividendos, ao analisar uma amostra composta por empresas de 33 países, La Porta *et al* (2000) concluíram que a distribuição de dividendos em países com fraca proteção efetiva dos acionistas minoritários não está atrelada à oportunidade de crescimento da empresa, funcionando os dividendos como substitutos na ausência de proteção legal efetiva aos investidores.

Ao analisar os fatores determinantes da política de dividendos de uma amostra composta pelas empresas cotadas na Euronext Lisboa entre 1997 e 2011, Almeida, Pereira e Tavares (2015) concluíram que a política de dividendos da amostra analisada apresentou

relação positiva entre distribuição de dividendos e estabilidade do pagamento de dividendos, valor de mercado, *payout* anterior e tamanho da empresa. Os autores verificaram ainda uma relação negativa entre oportunidade de crescimento e distribuição de dividendos.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), ao realizarem um estudo sobre a política de dividendos de uma amostra composta pelas empresas brasileiras listadas na Bovespa no período de 2000 a 2004, verificaram que as companhias brasileiras emissoras de ADRs pagaram menos proventos do que as empresas que não possuem títulos negociados no mercado internacional.

Em relação ao evento crise, Benegas (2008) com o objetivo de analisar os efeitos que as reservas de caixa podem exercer sobre a política de investimento, considerando para tanto três períodos distintos (pré-crise, crise e pós-crise), concluiu pela relevância das reservas de caixa para as atividades das empresas em período de crise, funcionando tais reservas como um hedge nesse período, em consonância com a teoria da *pecking order*.

Goldstein *et al* (2015) evidenciaram em suas pesquisas que é uma tendência mundial que o investidor procure adquirir ações de empresas que pagam maiores dividendos, como forma de garantir o seu retorno e também pela possibilidade de maior ganho, já que tais ações se valorizam mais.

2.4 Formulação das Hipóteses

Partindo dos estudos referenciados neste artigo, considerando que lucro e fluxo de caixa livre se relacionam positivamente com a distribuição de dividendos, foram formuladas hipóteses sobre as quais o presente estudo está embasado. Alinhada ao estudo de La Porta *et al* (2000), a primeira hipótese baseia-se na premissa de que, em ambiente de fraca proteção legal aos acionistas minoritários, as empresas utilizariam os dividendos como substitutos da proteção legal efetiva, devido ao elevado risco de expropriação a que estão expostos esses investidores, onde:

H₀: Em período de crise econômica, considerando que a legislação vigente no Brasil é a *civil law*, o índice *payout* não sofreria reduções representativas, pois a distribuição de resultados funcionaria como um substituto à proteção legal efetiva, de forma a manter a atratividade das ações pelos investidores, em especial nos momentos de instabilidade econômica.

Nesse sentido, considerando que o mercado americano é regido pela legislação *Common Law*, a qual oferece maior proteção legal aos investidores daquele mercado, tais investidores não se interessariam nas ADR's provenientes de um mercado de fraca proteção legal, como é o caso brasileiro, a não ser que tivessem alguma compensação por optar em investir em tais títulos. Dessa forma, espera-se que as empresas brasileiras emissoras de ADR's distribuam maior *payout* do que as empresas domésticas que não emitem tais títulos. Assim, formulou-se a segunda hipótese:

H₁: As empresas emissoras de ADR's distribuem mais resultados do que as que não emitem esses títulos de forma a compensar os investidores estrangeiros pelo maior risco de expropriação a que estão expostos ao investir no mercado de capitais brasileiro.

3 Metodologia

Visando analisar como as empresas brasileiras emissoras de ADR's se comportam em relação à política de dividendos em períodos de crise, este estudo utilizou-se de uma amostra composta pelas empresas brasileiras não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa), incluindo as empresas emissoras de ADR's, considerando o período entre 2006 e 2015.

As variáveis explanatórias são similares àquelas utilizadas em Da Silva *et al* (2014) através da definição de uma variável *dummy* denominada CRISEI, representada pelo valor um para períodos de crise e zero para períodos de não crise. Os anos considerados como crise internacional serão aqueles nos quais o Brasil sofreu efeitos da denominada crise do *subprime* afetando as empresas domésticas principalmente nos anos de 2008 e 2009, conforme utilizado nos estudos de Peixoto *et al* (2013) e Souza, Peixoto e Dos Santos (2016).

Em relação à crise doméstica, não existe na literatura um consenso sobre a partir de qual momento se deu início o período de recessão pelo qual a economia brasileira se encontra no momento da elaboração deste artigo. Assim, para que haja a devida contextualização e definição do período entendido como crise faz-se necessário analisar o progresso de alguns dos indicadores macroeconômicos.

Primeiramente, verificou-se, conforme dados divulgados pelo Banco Central do Brasil, que a partir de 2012, a Balança Comercial brasileira começou a reduzir o seu superávit, se tornando deficitária a partir do ano de 2013 e mantendo-se nesta condição nos anos subsequentes. Para Bender Filho (2015), o resultado comercial tem aumentado a sua relevância devido ao fato de que seu comportamento indica a capacidade da atividade doméstica, considerando-se produção e consumo, além de refletir no saldo das transações correntes e no Balanço de Pagamentos como um todo, afetando assim no valor da dívida e nas formas de financiamento do país.

Analisando ainda os dados dos Resultados Fiscais do Governo Central, divulgados pelo Tesouro Nacional, observa-se que após o ano de 2011, ano no qual o Governo conseguiu seu maior resultado primário (R\$93,5 bilhões) na série desde 1997, os resultados foram piorando sucessivamente, atingindo um déficit de R\$114,7 bilhões no ano de 2015.

Adicionalmente, no ano de 2012, o PIB brasileiro apresentou, pela primeira vez após o evento da crise internacional, crescimento abaixo da média mundial. Segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), em 2012, o PIB do Brasil cresceu apenas 1%, ficando assim, abaixo da média das economias emergentes (5,1%), dos países dos BRICs (Rússia: 3,6%; China: 7,8%; Índia: 4,5% e África do Sul: 4,5%) e da média mundial (3,2%). Nos anos subsequentes, esse indicador continuou apresentando reduções, chegando a 3,8% negativo ao final de 2015.

Diante do exposto, em relação aos indicadores macroeconômicos do Brasil, foi considerada a convergência da queda dos valores da Balança Comercial, do Resultado Primário do Governo Central e do PIB no ano de 2012 como sinal de crise doméstica, a qual foi compreendida pelo presente estudo entre 2012 e 2015, sendo representada por uma variável *dummy* denominada CRISEII.

O indicador utilizado para representar a quantidade de dividendos distribuídos foi dado pelo índice *payout*, obtido pela multiplicação do *dividend yield* no período dos últimos 12 meses pela cotação de fechamento da ação no último pregão de cada ano analisado. Assim, esta variável foi definida com a sigla PAY.

As variáveis de controle utilizadas são aquelas que apresentaram relação com as políticas de dividendos em pesquisas realizadas anteriormente, a saber: lucro líquido, porte da empresa, fluxo de caixa, endividamento, oportunidades de crescimento e concentração de propriedade do acionista controlador. O Quadro 1 apresenta um resumo das variáveis.

Quadro 1 – Classificação das Variáveis

O Quadro 1 mostra as variáveis, tipo, sigla, formas de mensuração, fonte de obtenção de dados e autores que as utilizaram em estudos anteriores.

Variável	Tipo de Variável ^b	Sigla	Forma de Mensuração	Fonte	Autores
----------	-------------------------------	-------	---------------------	-------	---------

Payout por ação	VD	PAY	<i>Dividendyieldxpreçodaaçãoe</i>	Economática	(7)
Crise (sim ou não)	VI	CRISEI e CRISE II	<i>Dummies</i> de controle: 1 para períodos de crise 0 para períodos sem crise	-	(1) e (2)
ADR	VI	ADR	<i>Dummies</i> de controle: 1 para empresas que emitem ADR's 0 para empresas que não emitem ADR's	Economática	(6)
Lucro Líquido	VC	LL	Logaritmo Natural de Lucro/Prejuízo Líquido	Economática	(3) e (4)
Porte da Empresa	VC	TAM	Logaritmo natural de Ativos	Economática	(5), (6), (7) e (8)
Fluxo de Caixa	VC	FC	$\frac{EBITDA}{AtivosTotais}$	Economática	(4); (6) e (8)
Endividamento	VC	END	$\frac{DívidaTotal(DFCP + ELP)}{PatrimônioLíquido}$	Economática	(5) e (8)
Oportunidades de crescimento	VC	CRESC	(Valor de mercado + Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo + Estoques - Ativo Circulante)/Ativo Total	Economática	(1), (6) e (7)
Concentração de propriedade do acionista	VC	CONC	% de ações ordinárias detidas pelo maior acionista	Economática	(6) e (8)
Normas Contábeis	VC	CONT	<i>Dummies</i> de controle	CPC ^(c)	(9)
Setor da empresa	VC	SETOR	<i>Dummies</i> de controle	Economática	(1) e (2)

(a): (1) Souza, Peixoto e dos Santos (2016); (2) Da Silva *et al* (2014); (3) Heineberg e Procianoy (2003); (4) Decourt e Procianoy (2009); (5) Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005); (6) Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); (7) Ferreira Junior *et al* (2010); (8) Mota e Eid Junior (2010); (9) Cavalier-Rosa e Tiras (2013). (b): VD = Variável Dependente; VI = Variável Independente; VC = Variável de Controle; DFCP = Dívida Financeira de Curto Prazo; ELP = Exigível a Longo Prazo. (c): Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Fonte: elaborado pelos autores.

Para encontrar os valores da variável ADR foi utilizada uma *dummy* de controle, a qual assumiu o valor um nos anos em que a empresa possuía ações negociáveis na NYSE e zero para os anos em que não possuía. Considerando que houveram casos de cancelamento ou emissão de uma ADR no decorrer do ano, foi adotado o seguinte critério: foi considerada a existência de uma ADR apenas aquelas ações que foram negociadas por pelo menos 50% do ano analisado. Desta maneira, papéis cancelados antes de 30/06 do referido ano ou emitidos após 01/07 não foram considerados como existência de ADR para o respectivo ano.

Para representar o Lucro/Prejuízo foi considerado o logaritmo natural do valor de Lucro Líquido extraído do *software* Economática. Considerando os resultados apresentados pelos estudos referenciados no Quadro 1 e a Teoria da Relevância dos Dividendos, espera-se que quanto maior o lucro, maior a quantidade de dividendos pagos.

O tamanho da empresa foi calculado através do logaritmo (em base dez) de ativos. Segundo Ferreira Junior *et al* (2010), espera-se uma relação positiva entre o tamanho e distribuição de dividendos, uma vez que empresas maiores tem mais acesso a mercados financeiros e melhores condições de financiamento.

O fluxo de caixa foi obtido conforme Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), considerando o indicador como uma taxa percentual da divisão de lucro antes de juros, impostos e amortização e depreciações (EBITDA) dividido pelo ativo.

Entende-se que um maior endividamento implica em maior pagamento de juros e amortizações, o que contribui para reduzir as disponibilidades em caixa e, conforme resultados evidenciados em Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), conseqüentemente, reduz a distribuição de proventos, assim, espera-se uma relação negativa entre endividamento e *payout*.

A oportunidade de crescimento foi mensurada através do Q de Tobin, o qual pode ser obtido pela soma de Valor de mercado, Passivo Circulante, Exigível a Longo Prazo e Estoques reduzindo-se o Ativo Circulante e dividindo o resultado pelo Ativo Total. Para este indicador, de acordo com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), quanto maiores as oportunidades de crescimento, maiores serão as retenções pela empresa, visando realizar investimentos. No entanto, em momentos de crise, é esperado que não existam oportunidades de crescimento, e conseqüentemente, sejam distribuídos maiores valores aos acionistas.

Para a variável concentração de propriedade do acionista foi considerado percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. Conforme Silva (2004) em tempos de estabilidade espera-se uma relação negativa entre concentração de propriedade e distribuição de dividendos, uma vez que os acionistas majoritários, no Brasil, tendem a expropriar os acionistas minoritários.

Cavalier-Rosa e Tiras (2013) sugerem investigar se o aumento da qualidade das informações transmitidas aos investidores, através da adoção do *International Financial Reporting Standard* (IFRS) permite a redução de pagamento de dividendos excessivos, principalmente pelas empresas do Mercado Tradicional que possuem a obrigatoriedade de distribuição de resultados para acionistas preferenciais, uma vez que esta nova metodologia incorpora ferramentas para melhorar a qualidade das informações transmitidas. Assim, foi acrescentada a variável CONT ao modelo, na qual foram considerados os valores zero para os anos anteriores à adoção da IFRS no Brasil, ou seja, anteriores a 2010 e um para os demais.

Ainda como variável de controle, foi utilizada uma variável *dummy* utilizando-se os 19 setores remanescentes na amostra, desconsiderando o setor financeiro. Devido ao problema de multicolinearidade, esses setores foram reagrupados em quatro segmentos: comércio, indústria, serviços *et al.* Essa variável pode ser observada no modelo pela sigla SETOR.

Com base nas variáveis apresentadas, foi adotado o modelo de regressão com dados em painel, conforme equação 1, utilizando-se o *software* Stata® para a obtenção dos resultados.

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 LL_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 FC_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 CRESC_{it} + \beta_6 CONC_{it} + \beta_7 CONT_{it} + \beta_8 CRISEI_{it} + \beta_9 CRISEII_{it} + \beta_{10} ADR_{it} + \beta_{11} SETOR + \varepsilon_i \quad (1)$$

4 Análise dos Resultados

Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas, para possibilitar a identificação da relação entre as variáveis do modelo, bem como alguns fatores que afetam diretamente a distribuição de dividendos.

Tabela 1 – Análise descritiva das empresas em relação à emissão de ADR

Variável	Empresas que não emitem ADR				Empresas que emitem ADR			
	Obs	Média	Min.	Max.	Obs	Média	Min.	Max.
WDIV	2.362	0,45	0,00	1,87	232	0,86	0,00	1,87

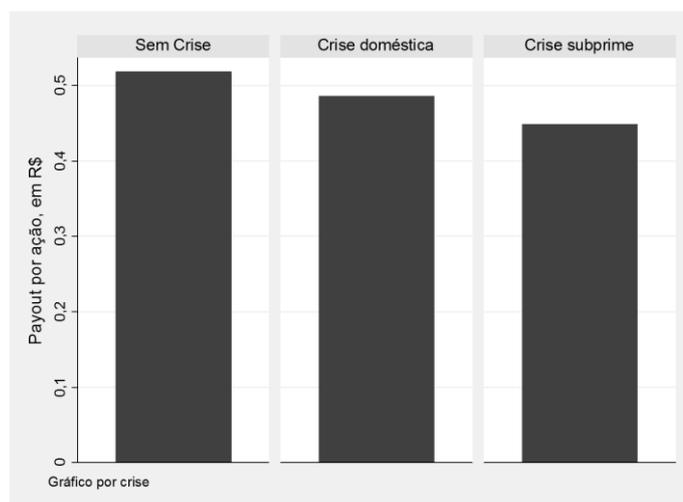
WLL	2.370	7,89	5,68	9,60	203	9,12	6,50	9,60
WTAM	3.656	8,94	6,74	10,48	241	10,36	8,87	10,48
WFC	3.341	0,07	-0,17	0,23	241	0,12	-0,07	0,23
WEND	3.655	0,61	-0,19	2,37	241	0,91	-0,19	2,37
WCRESC	2.499	1,04	0,24	2,66	232	0,95	0,24	2,66
CONC	3.162	58,41	0,00	100,00	232	51,57	0,14	100,00

Fonte: elaborado pelos autores.

Primeiramente, observa-se ainda que as empresas que possuem seus papéis negociados na NYSE são maiores, apresentam maiores lucros, fluxos de caixa e endividamento. Outro fato interessante a se destacar é de que a amostra de empresas que emitem ADR demonstrou ter um crescimento inferior àqueles de empresas que não emitem ADR, o que indica que, por serem maiores, já estão consolidadas no mercado e possuem menores expectativas de crescimento. Já em relação às empresas que não emitem ADR foi observada maior concentração de propriedade em somente um acionista, comparando-se com o grupo de empresas que emitem ADR.

Em relação ao comportamento da distribuição de *payout* total em tempos de crise foi verificado que houve menor distribuição em momentos de instabilidade do mercado, no entanto, a redução na média foi de apenas 10% em tempos de crise internacional e de 6% em tempos de crise doméstica, mantendo-se constante os valores máximos distribuídos em todos os períodos. Verifica-se pelo Gráfico 1 uma redução na distribuição de resultados em períodos de crise, contudo, pouco representativa.

Gráfico 1 – *Payout* em relação às crises



Fonte: elaborado pelos autores.

Em seguida, foi realizado o teste VIF de multicolinearidade, para averiguar se havia problemas de altas correlações entre as variáveis que distorceriam os resultados do modelo de regressão aplicado. Não foi observado problemas de multicolinearidade, obtendo-se VIF menor que 10 em todas as variáveis e média 1,96.

Posteriormente, foram realizados os testes de Breusch-Pagan, Teste de Chow e Teste de Hausman para identificar se o modelo de regressão mais adequado a ser aplicado seria o modelo *pooled*, efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Os p-valores dos testes mencionados foram menores que 1%, indicando assim que o modelo de efeitos fixos foi o que melhor se adequou aos objetivos propostos pela análise. A regressão foi processada no *software* STATA, versão

13.0, utilizando-se o método *robust* para tratar os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade que ainda estivessem presentes. Os resultados da regressão estão disponíveis na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados da Regressão em painel

WDIVB	Coef.	Desv. Pad.	T	P> t	Intervalo de Confiança 95%	
WLL	0,1594***	0,0463	3244	0,001	0,6825	0,2505
WTAM	0,2729**	0,1227	2,22	0,027	0,0316	0,5142
WFC	0,7805*	0,4066	1,92	0,056	-0,0193	1,5804
WEND	-0,0057	0,3550	-0,16	0,873	-0,0756	0,06417
WCRESC	0,0804**	0,0338	2,38	0,018	0,0139	0,1470
CONC	0,0004	0,0017	0,22	0,823	-0,0030	0,0037
CONT	1,343***	0,0017	0,22	0,823	0,0524	0,2163
CRISEI	0,0640*	0,0336	1,90	0,058	-0,0022	0,0130
CRISEII	0,0584**	0,0283	2,07	0,039	0,0028	0,1140
ADR	0,3761**	0,1782	2,11	0,036	0,0256	0,7267
SETOR	0	(omitted)				
Constante	-3,6048***	1,1606	-3,11	0,002	-5,8880	-1,3214
Breusch-Pagan	p < 0,0000					
Teste de Chow	p < 0,0000					
Hausman	P < 0,0000					
Modelo de Regressão Escolhido: Efeitos Fixos						
R ² Ajustado	0,0824					

As variáveis ANO e SETOR foram omitidas da tabela por não interferirem no resultado. Os asteriscos *, ** e ***, representam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborado pelos autores.

Corroborando os estudos de Heineberg e Patrocianoy (2003), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Ferreira Jr. *et al* (2010), as variáveis lucro líquido, fluxo de caixa e tamanho da empresa apresentaram relação positiva e estatisticamente significativa com a distribuição de resultados.

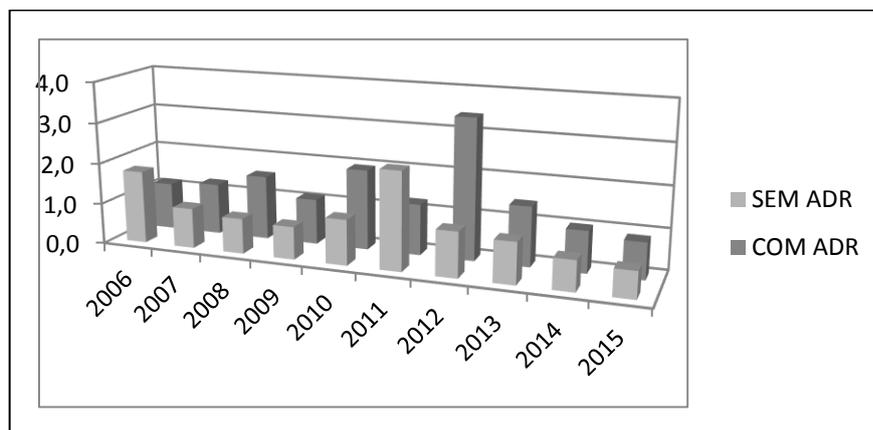
Quanto à relação positiva entre as normas contábeis internacionais e o índice *payout*, segundo Cavalier-Rosa e Tiras (2013), no modelo anterior à adoção de tais normas, as BRGAAP's tinham como principal intenção a de fornecer informações sobre o lucro tributável, no entanto, a introdução das IFRS permitiu que as empresas emitissem relatórios contábeis com melhor qualidade, assim, os investidores passaram a ter acesso a mais informações, dificultando a omissão de dados pelos gestores e, conseqüentemente, aumentando o valor a ser distribuído aos sócios de forma a compensar a fraca proteção legal.

No que tange às variáveis explanatórias, a emissão de ADR's apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com a distribuição de resultados, indicando que empresas emissoras desses títulos buscam distribuir maior *payout* como uma forma de proteger seus investidores estrangeiros, já que nos Estados Unidos, onde as ADR's brasileiras são negociadas, o regimento legal é a *Common Law*, que oferece maior proteção legal aos investidores e, caso seus investimentos nas ADR's brasileiras não sejam devidamente compensados, esses investidores tenderiam a optar por outros investimentos. Dessa forma, para manter o interesse dos investidores estrangeiros pelas ADR's brasileiras, as empresas que

emitem tais títulos optam por compensá-los por meio de uma maior distribuição de resultados, o que corrobora com a Teoria da Substituição de que trata a Hipótese H₁.

O Gráfico 2 mostra o comparativo do *payout* médio distribuído por empresas emissoras e não emissoras de ADR, reforçando que as primeiras, mesmo em períodos de instabilidade distribuem maior quantidade de proventos aos acionistas.

Gráfico 2 – Comparativo de *payout* médio anual em relação à existência de ADR



Fonte: elaborado pelos autores.

Por fim, as variáveis CRISEI e CRISEII apresentaram relação positiva e estatisticamente significativas com o índice *payout*. Estes resultados são condizentes com os obtidos por Decourt e Procianoy (2009), que em entrevista com os CFOs (*Chief Financial Officer*) das empresas listadas na BM&FBovespa, evidenciaram que os gestores se preocupam com os efeitos generalizados que podem ocorrer na empresa em consequência de uma queda geral nas bolsas, o que os leva a distribuir maior *payout* como uma forma de manter o interesse dos investidores em suas ações. Nessa perspectiva, de acordo com os achados de Lintner (1956), em momentos de crises e/ou recessões, as empresas tendem a não reduzir o nível de proventos a seus acionistas.

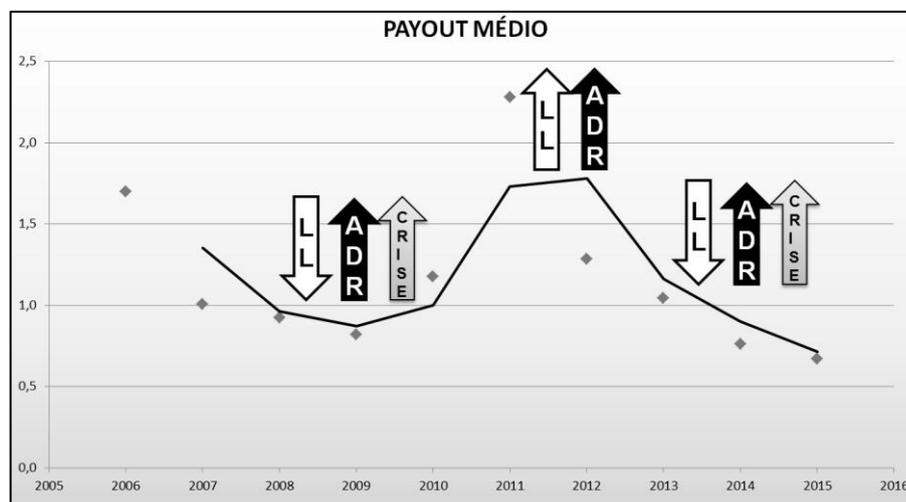
A variável crescimento seguiu o mesmo comportamento das variáveis crise. Este fato pode ser explicado pela Teoria dos Dividendos como Substitutos à ausência de proteção legal, bem como à instabilidade econômica que tende a aumentar os níveis de insegurança dos investidores, corroborando a hipótese H₀, na qual, conforme La Porta *et al* (2000), em países com menor proteção legal aos acionistas minoritários (regidos pela *Civil Law*), as empresas distribuem maior *payout* a seus acionistas em momentos de instabilidade como forma de substituição às garantias legais daqueles.

Segundo Goldstein *et al* (2015), em mercados em declínio, principalmente nos países em desenvolvimento, as empresas que distribuem mais dividendos apresentam melhor desempenho no mercado acionário, evidenciando assim, a preferência dos investidores por estas companhias, desta forma, mesmo nos períodos de crise, as empresas optam por distribuírem o maior *payout* possível visando manter o retorno ao seu acionista e para que não haja redução no seu valor de mercado.

Os resultados apontam que, em momentos de crise, o valor bruto do *payout* apresentou reduções sob influência principalmente do declínio dos níveis de lucro líquido e fluxo de caixa, afetados pelo baixo desempenho da economia, no entanto, a redução do índice *payout* não se mostrou acentuada, pois, nos períodos de crise, como forma de garantir os rendimentos dos acionistas e manter a atratividade de suas ações para os investidores, as empresas fazem maiores esforços para evitar quedas bruscas da distribuição de resultados, corroborando a hipótese H₀. Verificou-se então que, se por um lado, a queda do lucro líquido nos períodos de

crise influenciou na redução da distribuição de resultados, por outro, a emissão de ADR's e a ocorrência de crise se relacionam com maiores índices *payout*, conforme verifica-se no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Relação entre Crise, Lucro Líquido e emissão de ADR's com o índice *payout*



Fonte: elaborado pelos autores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou relacionar a política de distribuição de resultados e a internacionalização de empresas ao analisar se empresas brasileiras emissoras de ADR's apresentaram comportamento diferenciado no que tange à distribuição de dividendos em épocas de crise, tanto internacional quanto doméstica, quando comparadas às empresas brasileiras que não emitem tais títulos.

Baseando-se na Teoria da Relevância dos Dividendos (Lintner, 1956) e na Teoria da Substituição (La Porta *et al*, 2000), além de diversos estudos sobre política de dividendos das empresas brasileiras, o presente artigo utilizou-se da análise de regressão com dados em painel, analisando o período compreendido entre 2006 e 2015.

Com relação aos resultados obtidos para as variáveis de controle lucro líquido, tamanho, fluxo de caixa e oportunidades de crescimento, foi observado que as mesmas apresentam relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de *payout*, indicando que empresas maiores em tamanho e expectativa de crescimento tendem a distribuir mais dividendos, bem como empresas mais lucrativas também são mais propensas à distribuição de dividendos. Estes dados estão em conformidade com aqueles obtidos por Lintner (1956), no qual considera que o lucro é o determinante primário a respeito da política de dividendos.

No que tange aos períodos de crise, de 2008 a 2009 (crise *subprime*) e de 2012 a 2015 (crise doméstica), verificou-se relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis CRISEI e CRISEII com a distribuição de resultados, o que corrobora com a Teoria de Substituição de garantias legais, na qual, segundo La Porta *et al* (2000) empresas de países sob regime da *civil law* distribuem dividendos como uma forma de compensar a ausência de proteção legal aos investidores para mantê-los atraídos por seus títulos. Em relação à influência da emissão de ADR's na política de *payout* das empresas brasileiras, verificou-se a menos de 5% de significância que empresas que possuem ações negociadas na NYSE distribuem, em média, mais dividendos do que as empresas que negociam seus títulos somente no mercado nacional.

Esse resultado corrobora a Teoria dos Dividendos como Substitutos, visto que as empresas emissoras de ADR's distribuem mais resultados do que as empresas que não emitem tais títulos, pois os investidores do mercado americano se encontram em um país regido pela *common law*, e para que assuma o risco de aplicar seus recursos em ações de empresas de países com menor proteção tais investidores exigem uma maior compensação, do contrário tais títulos seriam substituídos por outros mais atrativos. Observou-se ainda que, em momentos de crise, as organizações optam por distribuir a maior quantidade possível de *payouts* visando compensar seus investidores pela fraca proteção legal aos acionistas minoritários, resultado também condizente com a Teoria dos Dividendos como Substitutos.

Por fim, foram identificadas limitações na realização do presente estudo tais como o fato de não se ter analisado mais variáveis permitindo um melhor poder explicativo, bem como a ausência de aprofundamento na relação promovida pela alteração das normas contábeis na política de distribuição das empresas brasileiras em decorrência do aumento de monitoramento sobre os gestores.

Referências Bibliográficas

ALDRIGHI, D. M.; CARDOSO, A. D. Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1, p. 61-117, abr. 2009.

ALMEIDA, L. A. G.; PEREIRA, E. T.; TAVARES, F. O. Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, n. 54, p. 701-719, 2015.

ASSAF NETO, A. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2010. 5. ed.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Série histórica do Balanço de Pagamentos - 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em: 17/06/2016 às 22h.

BENDER FILHO, R.. Conta Petróleo e a Balança Comercial Brasileira: Uma Análise do Período Recente. *Novos estud. - CEBRAP*, São Paulo, n. 101, p. 79-95, Mar. 2015. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002015000100079&lng=en&nrm=iso. Acesso em 18/06/2016 às 15h. <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-33002015000100004>.

BENEGAS, R. M. A importância do caixa para as empresas brasileiras: uma análise comparativa entre períodos de pré-crise (1995-1997), crise (1998-2003) e pós-crise (2004-2006). 2008. 36 p. Dissertação de Mestrado, IBMEC, São Paulo, 2008.

BLISS, B.A.; CHENG, Y.; DENIS, D. J. *Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008-2009 credit crisis*. *Journal of Financial Economics*, p. 521-540, 2015.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F.. *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011. 10. ed.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Irwin, 2007. 5 ed.

CAVALIER-ROSA, R., TIRAS, S. L. Adoção do IFRS no Brasil: um terreno fértil para pesquisa sobre gerenciamento de resultados. *BBR – Brazilian Business Review*, v. 10, outubro-dezembro, 2013.

DA SILVA, A. F.; WEFF, E. F. J.; FLORES, E. S.; DA SILVA, G. P. *Earnings management and economic crises in the Brazilian capital Market*. *RAE*, v.54, p.268, 2014.

DECOURT, R. F; PROCIANOY, J. L. O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, 2009, São Leopoldo. Anais eletrônicos.

FARHI, M.; PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. *Revista de Economia Política*. v. 29, janeiro-março/2009.

FDC, Fundação Dom Cabral. *Ranking FDC das multinacionais brasileiras 2015*. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Lists/Postagens/Post.aspx?ID=451> Acesso em: 13/03/2016 às 16hs.

FERREIRA JUNIOR, W. O; NAKAMURA, W. T; MARTIN, D. M. L. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7, 2007, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: SBFIN, 2007.

FMI, Fundo Monetário Internacional. *World Economic Outlook Databases*. Disponível em: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28> Acesso em: 28/04/2016 às 20hs.

GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. Pearson: São Paulo, 2010. 12.ed.

GOLDSTEIN, M. A., GOYAL, A.; LUCEY, B. M.; MUCKLEY, C. B.. *The Global Preference for Dividends in Declining Markets*. *The Financial Review*, v. 50, p. 575-609, 2015.

GUSMÃO, I. B.; GARCIAS, P. M. Análise dos custos de transação, das oportunidades de arbitragem e da eficiência de mercado nas empresas brasileiras emissoras de ADR. 8º CONGRESSO USP, Anais. São Paulo (SP), Julho 2008.

HEINEBERG, R; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, Atibaia. Anais.

IQUIAPAZA, R. A; BARBOSA, F. V; BRESSAN, A. A. Dividendos: plano real, imposto de renda e sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005, São Paulo. Anais eletrônicos.

IQUIAPAZA, R. A; LAMOUNIER, W. M; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. Anais eletrônicos.

LA PORTA, Rafael; DE SILANES, Florencio López; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Agency problems and dividend policy around the world. Journal of Finance*, v.55, p.1-33, 2000.

LINTNER, J. *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. The American Economic Review*, v. 46, n. 2, 1956.

MARCON, R.; ALBERTON, A.; COSTA JR, N. C. da. Segmentação de mercado, comportamento do mercado doméstico e de ADR: Algumas evidências do mercado brasileiro e argentino. XXV ENANPAD, Anais. Campinas (SP), Setembro 2001. Disponível em: http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=5&cod_edicao_subsecao=50&cod_edicao_trabalho=2985 Acesso em: 16/03/2016 às 20hs.

MATSUMOTO, A. S.; BORGES, R. O. Integração e possibilidades de arbitragem entre o mercado brasileiro de ações e o mercado de ADR no período de 2001 a 2003. 4º CONGRESSO USP, Anais. São Paulo (SP), Outubro 2004.

MINSKY, H. P. *Can 'it' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M E Sharpe, New York. 1982.

MOTA, D. C; EID JUNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34, 2010, Rio de Janeiro. Anais eletrônicos. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

NASDAQ, *National Association Securities Dealers Automated Quotation. American Depositary Receipt (ADR)*. Disponível em: <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/a/american-depository-receipts> Acesso em: 31/03/2016 às 13hs.

OREIRO, J. L. C.; BASILIO, F. A. C. A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky. *Revista de Economia Política*. v. 29, 2009.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, 2004.

SIMPSON, J. L. *Were there warning signals from banking sectors for the 2008/2009 global financial crisis? Applied Financial Economics*. v. 20, n. 1, p. 45-61, 2010.

SOUZA, D. H. de O.; PEIXOTO, F. M.; DOS SANTOS, M. A.; Efeitos da Governança Corporativa na Distribuição de Dividendos: Um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.9 n. 1, p. 058-079, 2016.

TESOURO NACIONAL. Resultado do Tesouro Nacional. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/resultado-do-tesouro-nacional Acesso em: 17/06/2016 às 22h.