

Impacto da Emissão de Adrs no nível de Endividamento das Empresas Brasileiras Listadas na Bolsa de Nova York - Nyse

Andréia Carpes Dani (FURB) - andreiacarpesdani@gmail.com

Alexandre Corrêa dos Santos (FURB) - alexandrecorrea@al.furb.br

Jorge Ribeiro de Toledo Filho (FURB - Blumenau) - profতোledo@sigmanet.com.br

Resumo:

A estrutura de capital das organizações guarda estreita relação com seu nível de endividamento, constituindo-se como elemento ímpar que pode influenciar na continuidade e lucratividade das mesmas. Neste contexto a liberalização de mercados pode levar as organizações de um país a se internacionalizarem, podendo gerar efeitos positivos ou negativos em sua estrutura de capitais. Este estudo objetiva analisar os efeitos gerados pela emissão de ADRs sobre o endividamento das organizações brasileiras. Será também explorado, se fatores como o Economic Value Added (EVA), governança corporativa, variação do preço da ação, tamanho e internacionalização são determinantes para o endividamento. O trabalho em relação ao delineamento metodológico, é caracterizado como descritivo quanto aos objetivos, quanto aos meios é definido como documental e quanto à abordagem do problema quantitativo. Os dados foram coletados em demonstrações contábeis das 100 maiores empresas brasileiras, por valor de mercado, segundo o ranking da revista exame edição Maiores & Melhores de 2010. Para a análise de dados foi utilizado a estatística descritiva por meio de três testes não paramétricos: teste binominal, Qui-Quadrado e igualdade de duas médias. Os resultados mostram que foi encontrada uma associação positiva entre o tamanho das empresas e a emissão de ADRs, uma associação negativa entre a variável tamanho e o nível de endividamento. Diante destes resultados, conclui-se que o fato de uma empresa emitir ou não ADR não vai diferenciá-la das demais quanto ao seu nível de endividamento e ao seu valor econômico agregado, no entanto, para o fator tamanho, a recíproca é verdadeira.

Palavras-chave: *Endividamento. ADRs . Estrutura de Capital.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Impacto da Emissão de Adrs no nível de Endividamento das Empresas Brasileiras Listadas na Bolsa de Nova York - Nyse

Resumo

A estrutura de capital das organizações guarda estreita relação com seu nível de endividamento, constituindo-se como elemento ímpar que pode influenciar na continuidade e lucratividade das mesmas. Neste contexto a liberalização de mercados pode levar as organizações de um país a se internacionalizarem, podendo gerar efeitos positivos ou negativos em sua estrutura de capitais. Este estudo objetiva analisar os efeitos gerados pela emissão de ADRs sobre o endividamento das organizações brasileiras. Será também explorado, se fatores como o *Economic Value Added* (EVA), governança corporativa, variação do preço da ação, tamanho e internacionalização são determinantes para o endividamento. O trabalho em relação ao delineamento metodológico, é caracterizado como descritivo quanto aos objetivos, quanto aos meios é definido como documental e quanto à abordagem do problema quantitativo. Os dados foram coletados em demonstrações contábeis das 100 maiores empresas brasileiras, por valor de mercado, segundo o *ranking* da revista exame edição Maiores & Melhores de 2010. Para a análise de dados foi utilizado a estatística descritiva por meio de três testes não paramétricos: teste binominal, Qui-Quadrado e igualdade de duas médias. Os resultados mostram que foi encontrada uma associação positiva entre o tamanho das empresas e a emissão de ADRs, uma associação negativa entre a variável tamanho e o nível de endividamento. Diante destes resultados, conclui-se que o fato de uma empresa emitir ou não ADR não vai diferenciá-la das demais quanto ao seu nível de endividamento e ao seu valor econômico agregado, no entanto, para o fator tamanho, a recíproca é verdadeira.

Palavras-Chave: Endividamento. ADRs. Estrutura de Capital.

Área Temática: Abordagens Contemporâneas de Custos.

1 Introdução

De tempos em tempos crises financeiras têm afetado a economia dos países ao redor do mundo. Este fenômeno não deve ser analisado isoladamente, sobretudo no período atual, em que a globalização financeira é realidade diante dos riscos que os mercados de capitais concentrados oferecem a investidores.

Crises como a do México em 1994 e a dos Estados Unidos da América em 2008 revelam a fragilidade dos mercados de capitais, muitas vezes embalados por interesses especulativos, desvinculados da oferta de reais benefícios econômicos e sociais aos países signatários. Por outro lado, instigam pesquisadores a estudar os efeitos da liberalização no contexto do desenvolvimento econômico.

No Brasil, Sicsú (2006) ao estudar o processo de liberalização financeira, comenta que a mesma foi implementada pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) desde o final dos anos 1980. Freitas e Prates (2001, p.85) afirmam que “a abertura financeira na década de 1990 teve dois eixos centrais: a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações). Essas medidas resultaram na liberalização

significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico e no mercado internacional de capitais, respectivamente”.

Soihet (2002) afirma que o aumento da credibilidade internacional propiciou o aumento do fluxo de capital no Brasil, que em 1990, representava US\$ 4,26 bilhões (0,9% do PIB) e passou ao final de 2000, para US\$ 22,3 bilhões (cerca de 3,8% do PIB).

A liberalização financeira tende a oferecer às organizações mais opções de investimentos e financiamentos além-fronteiras, o que pode modificar a estrutura de capital das mesmas, considerando-se a forma de financiamento adotada.

Diante deste cenário, a escolha do lançamento de produtos financeiros internacionais pelas organizações carece de análises mais críticas, pois a estrutura de capital fica condicionada às políticas internacionais e aos riscos da variação dos índices do mercado, podendo refletir negativamente no endividamento.

Este trabalho justifica-se pela importância do tema, frente aos efeitos que a política de liberalização e a escolha dos produtos financeiros causam, não somente na estrutura de capital das organizações, como também na política econômica dos países, influenciando a taxa de juros e câmbio. Neste contexto surge a seguinte questão de pesquisa: A emissão de *ADRs* gera quais efeitos sobre o endividamento das organizações brasileiras? Fatores como o *Economic Value Added (EVA)*, governança corporativa, variação do preço da ação, tamanho e internacionalização são também determinantes para o endividamento?

2 Fundamentação Teórica

Neste elemento textual serão apresentadas as seções que comporão o marco teórico da pesquisa, inicialmente abordando-se mercados de capitais, estrutura de capital, *American Depositary Receipts (ADRs)* e por fim serão apresentados alguns estudos brasileiros relacionados ao endividamento das empresas e seus determinantes.

2.1 Mercado de Capitais

O crescente fenômeno da globalização financeira, dentre as suas diversas consequências, afeta a economia dos países, podendo traduzir-se em crescimento, estagnação ou depressão. Lane e Milesi-Ferretti (2008) afirmam que durante a década de 90, países de mercados emergentes foram responsáveis por uma crescente fração de crescimento do PIB e do comércio internacional, tendo sido percebido pelo rápido crescimento na China e Índia.

A globalização financeira exige dos países, além de ações políticas e diplomáticas, medidas mais concretas que alcancem as normas e leis, permitindo às organizações atuarem além-fronteiras com a necessária segurança patrimonial, financeira e fiscal. Estas medidas chamadas de liberalizações permitem aos mercados emergentes mediante regulação específica, por exemplo, negociar certificados de depósitos em bolsas estrangeiras, os chamados “*depository receipts*” (*DRs*) e a participação em carteiras de títulos, ações e outras formas de investimento em outros países, os chamados “*country funds*” BEKAERT E HARVEY (2000). Em uma linguagem mais simples, Henry (2000) afirma que a liberalização do mercado de ações consiste na decisão do governo de um país para permitir que estrangeiros possam comprar ações naquele país.

No entanto, a liberalização não é um fenômeno recente, Singal e Kim (2000) comentam que a crise cambial do México em 1994 e as turbulências da época, nos mercados financeiros da Ásia Oriental desencadearam uma fase de estudos, que levou acadêmicos e políticos a questionar sobre a necessidade do livre fluxo de capitais para as economias

emergentes. Foram colocados em discussão, o sucesso do Chile e da China, com restrições sobre o fluxo de capitais. Na época, mesmo os economistas altamente respeitados, como José Stiglitz do Banco Mundial e Paul Krugman do MIT defenderam controles de capital como uma forma de lidar com a crise financeira.

Bekaert e Harvey (2000) propõem um modelo transversal para avaliar o impacto da liberalização em mercados emergentes, por meio do qual pesquisaram os efeitos no custo de capital, a volatilidade, beta e a correlação com os retornos do mercado mundial. A pesquisa concluiu, dentre outros achados, que o processo de integração do mercado de capitais reduz o custo de capital, porém, em menor escala que o esperado pela pesquisa. Singal e Kim (2000) afirmam que para economias emergentes há vários benefícios potenciais decorrentes da abertura do mercado de ações para investidores estrangeiros, em especial a oportunidade de atração de capitais estrangeiros para financiar o desenvolvimento econômico.

Esta corrente é reforçada por Levine e Zervos (1998, p. 537) que citando Devereux e Smith (1994) afirmam que “o aumento no compartilhamento do risco através da integração internacional do mercado de ações induz a maior segurança, inversão no fluxo de retorno sobre investimentos, de baixo para alto retorno, desse modo acelerando o crescimento da produtividade”.

Nesta linha alguns estudos se propuseram analisar os efeitos práticos da internacionalização do capital. Levine e Zervos (1998, p. 538) investigaram empiricamente se medidas de liquidez do mercado acionário, tamanho, volatilidade e integração com os mercados de capitais do mundo são fortemente correlacionados com as atuais e futuras taxas de crescimento econômico, acumulação de capital, melhorias de produtividade e taxas de poupança, usando dados de 47 países de 1976 a 1993.

Em caminho oposto ao chamado “milagre” da abertura de mercados (TORRE, GOZZI e SCHMUKLER, 2008), frente à deterioração do mercado de capitais de alguns países em desenvolvimento, o que resultou em efeitos como a diminuição da liquidez, migração de capitais para outros mercados financeiros, como Nova York e Londres, investigaram o estado do mercado de capitais na América Latina. O foco deste estudo se deu em países da América Latina pelo fato de que esses países estavam na vanguarda do processo de reforma dos capitais nas últimas décadas.

A figura abaixo, elaborada por Torre, Gozzi e Schmukler (2008) ilustra o mercado de capitais da América Latina em comparação ao mercado de outros países. Indicadores como o crédito do setor privado por instituições financeiras em relação ao PIB, mercado de ações doméstico em relação ao PIB e o montante em dívida pendente de títulos domésticos do setor privado em relação ao PIB no final do ano de 2004 para os países selecionados.

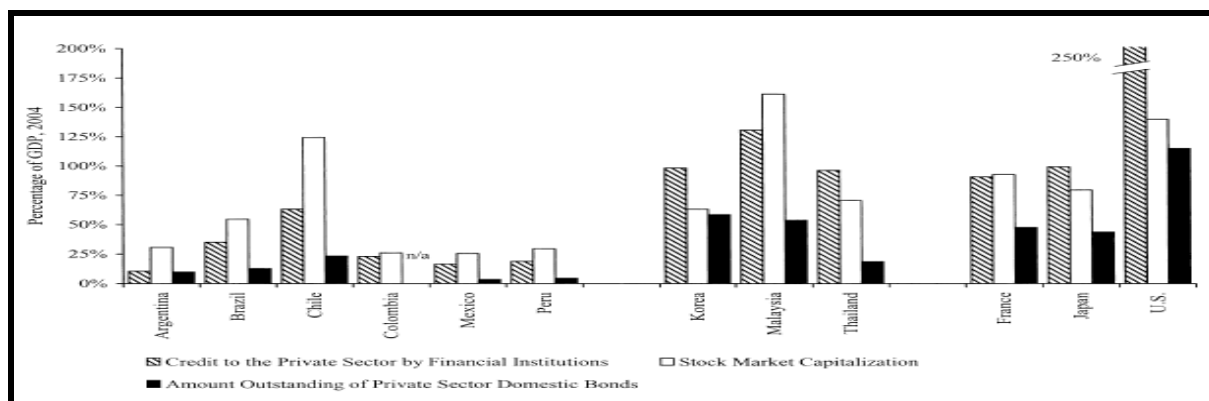


Figura 1 - Desenvolvimento do sector financeiro nacional em diferentes países.

Fonte: Torre, Gozzi e Schmukler (2008, p. 125).

Segundo os autores, embora há diferenças entre os países da América Latina, a maioria dos países da região têm mercados financeiros menores que os países do G7 e países do Leste Asiático.

No contexto brasileiro alguns trabalhos buscaram conhecer o comportamento do mercado de ações. Barbosa e Medeiros (2007, p.44) analisaram sua eficiência mediante a ocorrência de alguns eventos favoráveis e desfavoráveis. “Constatou-se que tanto depois de choques positivos quanto de negativos a eficiência do mercado não foi observada, mas sim uma resposta exagerada (overreaction) aos choques”. Hermann (2010) pesquisou indicadores do sistema financeiro brasileiro no período de 1990 a 2006 e concluiu que no modelo de liberalização, é possível prever que num ambiente de estabilidade monetária e fiscal, criam-se condições, mediante uma política financeira adequada, para o desenvolvimento econômico. No entanto, no caso brasileiro, mesmo diante de um quadro de estabilidade monetária e ajuste fiscal, não se veem sinais claros de melhorias no sistema financeiro, em relação à experiência de outros países.

Bruni (2004) apoiando-se no pressuposto da incapacidade dos mercados de prever preços futuros com base em dados históricos, estudou a hipótese da fraca eficiência de mercado de ADRs de empresas brasileiras que emitem títulos e negociam na Bolsa de valores dos Estados Unidos da América. Neste contexto, considerando as abordagens de estudos anteriores, afirmar que a globalização financeira é positiva a todos os países é um risco, necessário se faz analisar outros enfoques críticos, como peculiaridades regionais, culturais, contexto econômico e a estrutura de capital.

2.2 Estrutura de Capital

Necessidades operacionais ou conveniências financeiras levam as organizações a buscar e aplicar recursos financeiros em diferentes fontes para manterem suas atividades. Neste contexto, Corrar, Brito e Batistella (2006, p. 10) definem estrutura de capital como sendo a “forma como as empresas utilizam capital próprio e de terceiros para financiar os seus ativos”, assim a principal questão que envolve o tema é se a forma como a empresa é financiada influencia ou não o seu valor.

Na literatura sobre estrutura de capital o impulso para pesquisas deu-se no trabalho de Modigliani e Miller (1958), cujos pressupostos focam a ideia de que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa.

Partindo-se do pressuposto que a estrutura de capital das organizações contribui para a formação de seu valor, estudos foram realizados no cenário nacional e internacional buscando-se identificar o impacto de variáveis nesta estrutura, como o nível de endividamento, as formas de financiamento, tributos, nível de estoques e outras.

Corrar, Brito e Batistella (2006) citam duas grandes correntes teóricas sobre o tema: a tradicionalista que defende que a estrutura de capital influencia o valor da empresa (DURAND, 1952) e a de Modigliani e Miller (1958) que entendem que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa. A diferença básica entre as duas correntes teóricas reside na prova da existência de um nível de estrutura de capital ótima.

Outras teorias decorrentes desta discussão buscaram explicar a estrutura de capital. Frank e Goyal (2009 p. 5-6) resumiram estas teorias e as dividiram em três diferentes abordagens:

- *Trade-Off Theory* (conflito de escolha): de acordo com esta teoria a estrutura de capital é determinada por uma escolha entre os benefícios da dívida e os custos da dívida. Os benefícios e custos podem ser obtidos por uma variedade de maneiras (escolhas). As organizações tendem a equilibrar os benefícios da dívida contra os custos da falência. Há ainda uma perspectiva da Teoria da Agência atuante nesta área, que defende a ideia de que o débito disciplina gestores e atenua problemas de agência sobre fluxo de caixa livre uma vez que a dívida deve ser paga para evitar a falência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986).
- *Pecking Order Theory* (ordem da preferência): é a chamada teoria da ordem de preferência, cujos pressupostos consideram a assimetria de informação do mercado de capitais. Considera-se que os administradores das empresas são mais bem informados do que os investidores, em relação às tendências de negócios (MYERS e MAJLUF, 1984). Esta teoria considera que os administradores tendem a estabelecer preferências em relação aos recursos a serem utilizados, e utilizam, em primeiro lugar, recursos que são gerados internamente na organização, em seguida os recursos captados por meio de dívidas e em terceiro lugar os recursos obtidos por meio do lançamento de novas ações.
- *Market Timing Theory*: consistentes como o comportamento do mercado no momento, as empresas tendem a emitir ações durante “janelas de oportunidade”, que ocorrem no momento quando o custo de capital próprio é relativamente mais baixo quando comparados a outras fontes de capital (BAKER e WURGLER, 2002). Os gestores olham as condições atuais, tanto no mercado de ações, quanto para o financiamento próprio. Se precisarem de financiamento, tendem a usar o capital que parece mais favorável.

A estrutura de capital brasileira estudada por Nakamura et al. (2007) por meio de pesquisa empírica, revelou que o comportamento dos tomadores de decisão das empresas brasileiras, seguem, portanto, a lógica de escolha de flexibilidade e controle (*Pecking Order*), mas com uma dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (*Trade-Off*).

Albanez e Valle (2009), assentados sobre *Pecking Order Theory*, e contrapondo seus pressupostos, estudaram a assimetria de informações como um fator determinante da estrutura de capital, encontrando que empresas com menor grau de assimetria informacional são mais endividadas que as demais na análise do endividamento total.

2.3 American Depositary Receipt (ADR)

Depositary Receipt (DR) é uma denominação comum para certificados de depósito que permite às empresas listarem suas ações em mercados estrangeiros, podendo receber nomes específicos, dependendo-se do mercado onde são listados, como por exemplo, ADR para aqueles emitidos nos Estados Unidos da América, representando ações de uma empresa estrangeira, negociável no mercado de capitais americano (SILVA, 2010). Nakamura (2009, p. 21), comenta que esses papéis possuem todas as características das ações que representam, assim como todos os direitos adquiridos pelos acionistas do país de origem. Os *Depositary Receipts* são certificados de depósito representativos de valores mobiliários emitidos por companhias de um determinado país e negociados no mercado internacional” (BOVESPA, 2010).

A BOVESPA (2004a, p. 1) define *ADR* como sendo um “recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em um 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 nos Estados Unidos”.

Gusmão (2008, p. 67-68 apud SILVA, 2010, p.5), comenta que “a emissão de *ADR* é normalmente acompanhada de um grande esforço de marketing das empresas nos Estados Unidos para atrair e manter investidores, e isso prepara essas empresas para outras iniciativas internacionais” de forma a assegurar que os investidores estejam confortáveis acerca do futuro da empresa. “Os *DRs* podem representar uma ou varias ações ordinárias ou preferenciais, além de também poder representar somente os direitos sobre as ações obtidas por um contrato derivativo” (NAKAMURA, 2009, p. 21).

De acordo com Zonatto (2008), as *ADRs* são uma alternativa para as empresas captarem grandes volumes de recursos fora do seu país de origem. Contudo, os investimentos em ações de empresas de fora do país de origem do investidor tendem a ser difíceis, seja por restrições à entrada de capitais estrangeiros no país, seja pelos critérios de conversão de moeda ou pelo entendimento dos princípios contábeis vigente (SILVEIRA, 2008, p.68).

2.4 Estudos Correlatos Anteriores no Brasil

Nesta área, estudos correlatos enfocaram a emissão de *ADRs* e a estrutura de capital, sem a intenção de esgotá-los, foram relacionados alguns destes.

Teixeira, Fortunato e Aquino (2004), estudaram a relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, com foco na relação entre qualidade de comunicação das empresas brasileiras de capital aberto listadas na NYSE e seu valor de mercado, ou seja, testar a hipótese de que a transparência de informação agrega valor às empresas. Foram efetuados testes que indicaram que as empresas maiores e com melhor desempenho aproveitam essas condições para se beneficiar da vantagem trazida pela boa comunicação, percebida pelo mercado de capitais, como também que as empresas grandes e com desempenho positivo têm maior capacidade de assumir os custos incorridos no processo da boa comunicação com o mercado, beneficiando-se dessa vantagem.

Silveira (2008), mediante o processo de abertura do mercado brasileiro entre os anos de 1986 e 2000, estudou a relação existente entre a emissão de *ADRs* e a modificação na estrutura de endividamento, tipo de dívida utilizada e retorno e volatilidade das ações da empresa emissora. Em relação à dívida das empresas, verificou-se uma importante relação entre a emissão de *ADRs* e o crescimento de dívidas em moeda estrangeira.

Angonese, Santos e Lavarda (2010), relacionaram valor econômico agregado (VEA) e estrutura de capital em Empresas do IBRX 100. O estudo averiguou se existe relação positiva e significativa entre o endividamento e o valor econômico agregado. A hipótese de pesquisa envolve o relacionamento entre três fatores considerados como potenciais explicativos do nível de endividamento: o tamanho da empresa, a rentabilidade, e o valor econômico agregado. Os resultados da análise de regressão linear pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) não encontrou uma relação significativa entre variáveis endividamento e geração de valor agregado. Apenas a variável tamanho confirmou-se como um dos determinantes do endividamento das empresas selecionadas na amostra.

3 Procedimentos Metodológicos

Em relação ao delineamento metodológico, esta pesquisa é caracterizada quanto aos objetivos como descritiva, quanto aos meios é definida como documental e quanto à abordagem do problema é quantitativa.

Para Vergara (1998, p. 45), a pesquisa descritiva “expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação”. Na mesma corrente teórica Silva (2010, p. 59), afirma que a pesquisa é classificada como descritiva quando “tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, estabelecendo relações entre as variáveis”. Raupp e Beuren (2004, p. 81), explicam que “a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira e não tão aprofundada como a segunda”.

Em relação ao caráter documental, Silva (2010 p. 55) comenta que esta utiliza material que ainda não recebeu tratamento analítico ou que pode ser reelaborado, suas fontes são diversificadas e dispersas.

O problema estudado remete a uma análise quantitativa, Richardson (1999, p.70) [...] afirma que a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas [...]. Nesta linha Raupp e Beuren (2006) ratificam que a mesma é caracterizada pela aplicação de “instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. Para os autores, esse procedimento não é tão profundo na busca o conhecimento da realidade dos fenômenos, uma vez que se preocupa com o comportamento geral dos acontecimentos”.

Silveira et al. (2004, p. 107), complementam que “de maneira geral as pesquisas quantitativas baseiam seus estudos em análise de características diferenciadas e numéricas, geralmente ao longo de alguma dimensão, entre dois ou mais grupos, procurando provar a existência de relações entre variáveis”.

3.1 Amostra

A população desta pesquisa é composta pelas 100 maiores empresas brasileiras de capital aberto, classificadas por seu valor de mercado segundo o *ranking* da revista exame edição Maiores & Melhores de 2010. Sua escolha foi determinada em função da considerável participação no mercado acionário brasileiro e devido ao fato que a maioria das empresas brasileiras listadas na *NYSE*, integra a população escolhida.

A amostra é composta por 67 empresas, pois foram excluídas 19 empresas da população total devido à falta de informações disponíveis na base de dados consultada.

3.2 Coleta de Dados

Centrou-se na análise das informações financeiras das empresas, durante o período de 2009 a 2010, contidas nas seguintes Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), obtidas no site da BM&F BOVESPA, a saber: Balanço Patrimonial Consolidado e Demonstração do Resultado do Exercício Consolidado, como também na base de dados Econômica. Por meio do Quadro 1 demonstra-se as variáveis deste estudo, bem como suas descrições, escalas, períodos e fontes.

Variáveis	Descrição	Escala da Variável	Período /Fonte
<i>American Depositary Receipts</i>	Esta variável verifica se as empresas são emissoras de ADRs. Sendo colocado “1” caso afirmativo e “0” se negativo.	Nominal	2011 (NYSE)
Nível de Endividamento	Esta variável mensura a capacidade de endividamento das empresas por meio da razão entre o Passivo Circulante e não Circulante e o Patrimônio Líquido das companhias analisadas (PC+PNC)/PL.	Intervalar	2010 (Econômica)
Tamanho	Esta variável representa o valor de mercado das empresas no período de 2010	Intervalar	2010 (Revista Exame Edição Melhores e Maiores)
Nível de Governança Corporativa	Esta variável faz a classificação das empresas quanto ao nível de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Não Classificada.	Nominal	2010 (BM&BOVESPA)
Valor Econômico Agregado	Esta variável foi calculada pela seguinte fórmula: $EVA = LL - (CCP \times PL)$.	Intervalar	2010 (BM&BOVESPA)

Quadro 1 – Variáveis utilizadas na Pesquisa

Fonte: Elaborado pelos autores

4 Descrição E Análise Dos Dados

Neste item serão apresentados e tratados os dados coletados, inicialmente através da estatística descritiva das variáveis estabelecidas na pesquisa, depois são apresentados os resultados dos três testes não paramétricos: teste binominal, qui-quadrado e igualdade de duas médias.

4.1 Estatística Descritiva

Inicialmente na Tabela 1 apresenta-se o tamanho da amostra selecionada, bem como a sua segregação daquelas empresas que emitem ou não ADRs, correspondente ao período de 2011.

Tabela 1 - Estatística Descritiva: Composição da Amostra das Cem maiores Empresas Brasileiras de Capital Aberto por Valor de Mercado que Emitem ou não ADRs até 2011

Tamanho da Amostra	Qtde. Empresas
<i>Emitem</i>	16
<i>Não Emitem</i>	51
Total	67

Fonte: Dados da Pesquisa.

Partindo-se da amostra investigada de 67 empresas selecionadas, 16 empresas do total emitem ADRs. Já as empresas que não emitem foram 51 do total. Considerando que as empresas que compõem a amostra são aquelas que possuem grande liquidez de suas ações, maior valor de mercado e suas ações possuem grande liquidez, sendo que a maior parte ainda não emitem ADRs, mesmo sendo empresas que possuem importante participação no mercado de ações brasileiro.

Na Tabela 2 será apresentada a estatística descritiva do nível de endividamento das empresas que compõem a amostra.

Tabela 2 - Estatística Descritiva: Nível de Endividamento das Cem maiores Empresas Brasileira de Capital Aberto por Valor de Mercado que Emitem ou não ADRs até 2011

Nível de Endividamento	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Emitem</i>	1,95	1,97	0,60	8,27
<i>Não Emitem</i>	2,88	4,00	0,17	16,45

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com os dados da Tabela 2, verifica-se que as empresas que emitem ADRs, apresentam um nível de endividamento em média menor do que aquelas que não emitem, sendo que o mesmo pode ser observado em relação aos valores máximos dessa variável. Dessa forma entende-se que o resultado sugere a medida que as empresas emitem ADRs nesta ocasião estão com uma capacidade de endividamento menor do que as empresas que não emitem os mesmos.

Na Tabela 3 será abordada a estatística descritiva das empresas que compõem a amostra.

Tabela 3 - Estatística Descritiva: Tamanho das Cem maiores Empresas Brasileira de Capital Aberto por Valor de Mercado que Emitem ou não ADRs até 2011

ADRs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Emitem</i>	34.261,44	56.677,06	2.705,00	199.336,00
<i>Não Emitem</i>	5.975,98	6.566,73	1.373,00	43.815,00

Fonte: Dados da Pesquisa.

A partir da análise da Tabela 3, infere-se que as empresas que emitem ADRs apresentam o valor de mercado, em média maior do que aquelas que não emitem, sendo de 34.261,44, o mesmo se observa no valor mínimo e máximo dessa variável. Portanto entende-se que o resultado sugere que o tamanho, pode ser um fator de incentivo, que influencia a emissão de ADRs, apesar de se verifica também a existência de uma considerável dispersão dos dados apresentados em comparação da média em relação ao desvio padrão.

Na Tabela 4, será apresentada a segmentação das empresas componentes da amostra, de acordo com o nível de governança corporativa.

Tabela 4: Estatística Descritiva: Nível de Governança Corporativa das Cem maiores Empresas Brasileira de Capital Aberto por Valor de Mercado que Emitem ou não ADRs até 2011

Nível de Governança Corporativa	Não Classificada	N1	N2	Novo Mercado	Total
<i>Emitem</i>	3	3	2	8	16
<i>Não Emitem</i>	15	12	3	21	51
Total	18	15	5	29	67

Fonte: Dados da Pesquisa.

Considera-se que as empresas que emitem ADRs possuem a classificação por nível de governança corporativa estando segmentada da seguinte forma: das 16 empresas que emitem ADRs, 3 não foram classificadas nos níveis de governança corporativa estabelecidos na Bovespa, 3 estão classificadas no Nível 1, 2 estão classificadas no Nível 2, e por fim 8 fazem parte do Novo Mercado. Já na classificação das 51 empresas que não emitem 15 não foram classificadas nos níveis de governança corporativa, 12 ao Nível 1, 3 ao Nível 2 e as 21 estão classificadas no Novo Mercado. A perspectiva inicial de que as empresas que emitem ADRs estão classificadas no segmento de Novo Mercado da Bovespa foi confirmada.

A Tabela 5 demonstra o Valor Econômico Agregado das empresas que emitem e não emitem ADR.

Tabela 5: Estatística Descritiva: Valor Econômico Agregado das Cem maiores Empresas Brasileira de Capital Aberto por Valor de Mercado que Emitem ou não ADRs até 2011

Valor Econômico Agregado	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Emitem	1.883.980,94	3.888.395,27	-869.498,32	12.250.705,91
Não Emitem	278.095,69	1.105.255,46	-2.277.064,00	6.788.430,00

Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se que o valor econômico adicionado médio das empresas que emitem ADRs é maior do que as empresas que não emitem, bem como o valor máximo das que emitem é quase o dobro das que não emitem. Nesta linha, salienta-se que as empresas que possuem títulos negociáveis na NYSE tendem a gerar maior valor econômico agregado do que àquelas que não possuem.

4.2 Teste Binominal

A aplicação do teste binominal tem por objetivo identificar em que medida há diferenças estaticamente significativas entre as empresas que emitem ADR e as que não emitem, do mesmo modo verificar em que medida as empresas listadas nos diferentes nível de governança corporativa da BM&BOVESPA são diferentes daquelas não listadas. Este teste segundo Maroco (2003) é geralmente utilizado para se testar a ocorrência de uma, “das duas realizações de uma variável dicotômica”. Diante disso estabelece as seguintes hipóteses:

H₁: As empresas que emitem ADR são diferentes das empresas que não emitem ADR.

H₂: As empresas que estão listadas em alguns dos níveis de governança corporativa da BM&BOVESPA são diferentes daquelas que não estão listadas.

Para que tais hipóteses sejam validadas deve-se considerar o *P-value* > 0,005. Portanto, por meio da Tabela 4, apresentam-se os *outputs* obtidos a partir do uso SPSS.

Tabela 4 - Teste Binominal para Comparar o Grupo de Empresas que Emite ADR do que não Emite e o Grupo de Empresas Listadas nos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA do grupo não Listado

	Grupo		Observed Prop.	Test Prop.	Asymp. Sig. (2-tailed)
American Depositary Receipts	Emitem	16	,24		
	Não Emitem	51	,76	,50	,000*
Total		67			
Nível de Governança Corporativa	Sim	49	,73	,50	,000*
	Não	18	,27		
Total		67			

*É significativo ao nível de 5%.

Percebe-se por meio do teste binominal que não há valores estaticamente significativos ($P\text{-value} < 0,005$) para se mencionar que exista diferença entre o grupo de empresas que emite ADR do que não emite, bem como a respeito do grupo de empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA e do grupo não listado. Sendo assim, rejeita-se H_1 e H_2 .

4.2 Teste Chi-Square

O teste do *Chi-Square* (qui-quadrado) tem como objetivo verificar se existe diferença entre os grupos de companhias que emitem ou não ADRs são significativas no que tange ao nível de governança corporativa. De acordo com Maroco (2003, p. 86) este teste “serve para testar se duas ou mais amostras (ou grupos) independentes diferem relativamente a uma determinada característica, [...] se a frequência com que os elementos da amostra se repartem pelas classes de uma variável nominal categorizada é ou não idêntica.” Neste contexto é testada a seguinte hipótese:

H_3 : A variável governança corporativa e a variável emissão de ADRs são dependentes.

O pressuposto do teste é que nenhum valor esperado seja menor do que cinco. Logo, por meio da Tabela 5 apresentam-se os *outputs* obtidos do teste qui-quadrado entre a variável emissão de ADR em relação a variável nível de governança corporativa.

Tabela 5 - Teste Chi-Square para a Variável Emissão ou não de ADRs em Relação ao Nível de Governança Corporativa

	Chi-Square	P-value
Nível de Governança Corporativa	14,343	,000*

*É significativo ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme o apresentado pela Tabela 5 existe significância ao nível de 5% ($P\text{-value} = 0,000$), o que leva a aceitação de H_3 , ou seja, as variáveis, governança corporativa e emissão de ADR são dependentes. Nesse sentido, a explicação, supostamente está relacionada ao fato de que 51 das 67 empresas listadas nos diferentes níveis da BM&FBOVESPA não emitem ADRs, ou seja, não possuem títulos negociados na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE).

4.2 Teste para igualdade de Duas Médias

O teste para igualdade de duas médias tem como objetivo também atender a questão de pesquisa deste estudo, assim como o teste do qui-quadrado, isto é, verificar, igualmente, se as companhias brasileiras de capital aberto que emitem ADRs, diferenciam-se daquelas companhias que não emitem ADRs, quanto ao nível de endividamento, tamanho e ao valor econômico agregado.

Neste contexto, formula-se as seguintes hipóteses, a saber:

H₄: As empresas brasileiras de capital aberto que emitem ADRs se diferenciam quanto ao nível de endividamento daquelas empresas que não emitem ADRs.

H₅: As empresas brasileiras de capital aberto que emitem ADRs se diferenciam quanto ao tamanho daquelas empresas que não emitem ADRs.

H₆: As empresas brasileiras de capital aberto que emitem ADRs se diferenciam quanto ao valor econômico agregado daquelas empresas que não emitem ADRs.

Segundo os pressupostos do teste para que tais hipóteses sejam aceitas deve-se considerar o $P\text{-value} < 0,010$. Logo, apresenta por meio da Tabela 6 os *outputs* obtidos por meio do teste para igualdade de duas médias populacionais entre a variável emissão de ADR ante as variáveis: endividamento, tamanho e EVA. Ressalta-se que se utilizou o teste de *Mann-Whitney* por meio do SPSS®, pelo fato das variáveis não terem na totalidade uma distribuição normal.

Tabela 6 - Teste de significância para a Igualdade de Duas Médias para a Variável Emissão ou não de ADRs em Relação ao Endividamento, Tamanho e EVA

Variáveis	Emitem	Não Emitem	Nível de Sig. (Mann-Whitney)
Endividamento	1,95	10,47	,480
Tamanho	34.261,44	5.887,47	,001*
Valor econômico Agregado	1.883.980,94	(128.766,79)	,527

* É significativo ao nível de 5%.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Mediante os resultados obtidos verifica-se que as empresas que emitem ADRs somente se diferenciam daquelas empresas que não emitem pelo fator tamanho, neste sentido, se aceita **H₄** ($P\text{-value} < 0,005$) e rejeitam-se **H₅** ($P\text{-value} < 0,005$) e **H₆** ($P\text{-value} < 0,005$). Dessa forma, de acordo com Lima et al. (2010) citado por Verhagem e Varela (2010, p. 12) “as empresas maiores, mais expostas ao mercado internacional e que possuem maiores necessidades de financiamento são mais propensas a adotar os novos dispositivos.” Neste caso, pode-se citar a motivação das grandes empresas buscarem mercados externos para negociar seus títulos, afim de ter uma aproximação melhor dos investidores estrangeiros, ou seja, facilitando o acesso destes a suas ações.

Ressalta-se que estes resultados também foram corroborados pelo estudo de Verhagem e Varela (2010), os quais encontram associação positiva entre o tamanho da empresa e a quantidade de adesão de CPCs realizados pelas empresas brasileiras de capital aberto em 2010, bem como a associação negativa entre esta variável e o nível de endividamento.

Diante destes resultados, conclui-se que o fato de uma empresa emitir ou não ADR não vai diferenciá-la das demais quanto ao seu nível de endividamento e ao seu valor econômico agregado, no entanto, para o fator tamanho, a recíproca é verdadeira.

5 Considerações Finais

Para se atingir o objetivo geral estabelecido de verificar se empresas brasileiras de capital aberto que emitem ADRs se diferenciam, quanto ao nível de endividamento, daquelas empresas que não emitem ADRs, foi inicialmente realizada uma revisão da literatura pertinente, e num segundo momento foi abordada a estatística descritiva por meio de três testes não paramétricos: teste binominal, Qui-Quadrado e igualdade de duas médias.

Inicialmente partiu-se do pressuposto que a estrutura de capital das organizações contribui para a formação de seu valor, estudos foram realizados no cenário nacional e internacional buscando-se identificar o impacto de variáveis nesta estrutura, como o nível de endividamento, as formas de financiamento, tributos, nível de estoques e outras. Nesse contexto verifica-se através da literatura apresentada que a emissão de ADRs é uma alternativa para as empresas captarem grandes volumes de recursos fora do seu país de origem.

Num segundo momento, por meio da análise dos dados apresentada, foi possível verificar, utilizando-se da estatística descritiva, que as empresas que emitem ADRs apresentam valor de mercado em média superior àquelas que não os emitem. Assim, o resultado sugere que o tamanho pode ser um fator de incentivo, que influencia a emissão de ADRs, apesar de se verificar a existência de uma considerável dispersão dos dados apresentados.

Quando aplicado o teste binominal, verifica-se porque não se têm valores estaticamente significativos para se mencionar que exista diferença entre o grupo de empresas que emite ADR e o grupo que não os não emite, bem como a respeito do grupo de empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA e do grupo não listado. Já por meio do teste *Chi-Square*, ou teste do Qui-Quadrado, que tem como objetivo verificar se existe diferença entre os grupos citados, foi possível verificar que as variáveis governança corporativa e emissão de ADRs foram aceitas, pois supostamente está relacionada ao fato de que 51 das 67 empresas listadas nos diferentes níveis da BM&FBOVESPA não emitem ADRs.

Por fim, em relação ao teste para igualdade de Duas Médias, foi possível verificar que as empresas que emitem ADRs somente se diferenciam daquelas empresas que não os emitem pelo fator tamanho, implicando na aceitação da H_4 .

Diante dessas considerações, conclui-se que foi encontrada uma associação positiva entre o tamanho das empresas e a emissão de ADRs, e uma associação negativa entre a variável tamanho e o nível de endividamento. Assim, conclui-se que o fato de uma empresa emitir ou não ADR não vai diferenciá-la das demais quanto ao seu nível de endividamento e ao seu valor econômico agregado, no entanto, esta afirmação não se confirma para o fator tamanho.

Referências

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da Assimetria de Informação na Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras Abertas. **Revista Contabilidade e Finanças**, v, 20, n. 51, p. 6-27, set./dez. 2009.

BARBOSA, G. C.; MEDEIROS, O. R. Teste Empírico da Eficiência do Mercado Brasileiro na Ocorrência de Eventos Favoráveis e Desfavoráveis. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 12, n. 4, p. 44-54. out/dez. 2007.

BEKAERT, G.; HARVEY, C. R. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. ***The Journal of Finance***, v. 55, n. 2, april 2000.

BRUNI, A. L. A Eficiência Informacional de Mercado de ADRS Brasileiros: Uma Análise com Testes de Auto-Correlação , Raiz Unitária e Cointegração. **Revista Gestão e Planejamento**, n. 9, p. 53-65, jan./jun. 2004.

CORRAR, L. J.; BRITO, G. A. S.; BATISTELA, Flávio Donizete. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que Atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

DEVEREUX, M. B.; SMITH, G. W. International Risk Sharing and Economic Growth. **International Economic Review**, v. 35, n. 3, p. 535-550, aug. 1994.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? **Financial Management**, p. 1-37, Spring 2009.

HENRY, P. B. Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 2, apr. 2000.

HERMANN, J. Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: Lições da Experiência Brasileira no Período de 1990-2006. **Economia e Sociedade**, Campinas, v, 19, n. 2, p. 257-290, ago. 2010.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, Willian. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976.

KIM, E. H.; SINGAL, V. Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies. **The Journal of Business**, v. 73, n. 1, p. 25-99, jan. 2000.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. New Perspectives on Financial Globalization: The Drivers of Financial Globalization. **The American Economic Review**, v. 98, n. 2, p. 327-332, may. 2008.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. **The American Economic Review**, v. 88, n. 3, p. 537-558, jun. 1998.

MAROCO, J. **Análise estatística com a utilização do SPSS**. Lisboa: Sílabo, 2003.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H.. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, jun. 1984.

NAKAMURA, R. M. O efeito Lead-Lag entre o mercado Acionário Brasileiro e o Mercado de ADRs: Uma Revisão Metodológica. 57 f. Monografia (bacharel e administração) Brasília, 2009.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; FILHO, A. F. C.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no Período de 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, n. 44, p. 72-85, mai./agos. 2007.

RAUPP, F. M. BEUREN, I. M. Caracterização da pesquisa em contabilidade. In. BEUREN, I. M. (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVA, A. C. R. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: Orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVEIRA, A. et al. **Roteiro básico para apresentação e editoração de teses, dissertações e monografias**. 2. ed. rev., atual e ampl. Blumenau: Edifurb, 2004.

SILVEIRA, H. P. DA. **Dupla listagem e estrutura de capital - uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs**. 141 f. Tese (doutorado em administração) Universidade de São Paulo – São Paulo, 2008.

TEIXEIRA, A. C. C.; FORTUNATO, G.; AQUINO, A. C. B. Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. In: congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. 1 CD-ROM.

TORRE, A. L.; GOZZI, J. C.; SCHMUKLER. **Capital Market Development: Whither Latin America?** In: Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets. University of Chicago Press. p. 121-154, 2008.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

WURGLER, J.; BAKER, M. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, feb. 2002.

ZONATTO, V. C. S. **Evidenciação da gestão de riscos do COSO (2004) no relatório da administração de empresas brasileiras com ADRs**. 158 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Universidade Regional de Blumenau - FURB, Blumenau, 2008.