

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

LYNNEA NAVES SOUZA OLIVEIRA

**ENSAIOS SOBRE *DIVIDEND SMOOTHING* NO BRASIL:
DETERMINANTES E O EFEITO DA INTERNACIONALIZAÇÃO**

UBERLÂNDIA/MG

2017

LYNNEA NAVES SOUZA OLIVEIRA

**ENSAIOS SOBRE *DIVIDEND SMOOTHING* NO BRASIL:
DETERMINANTES E O EFEITO DA INTERNACIONALIZAÇÃO**

Pesquisa apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Financeira e Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira

UBERLÂNDIA/MG

2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

O48e
2017 Oliveira, Lynnea Naves Souza, 1984-
 Ensaio sobre dividend smoothing no Brasil : determinantes e o
 efeito da internacionalização / Lynnea Naves Souza Oliveira. - 2017.
 86 f. : il.

 Orientador: Vinícius Silva Pereira.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
 Programa de Pós-Graduação em Administração.
 Inclui bibliografia.

 1. Administração - Teses. 2. Dividendos - Teses. 3. Globalização -
 Teses. 4. Relações internacionais - Teses. I. Pereira, Vinícius Silva,
 1982-. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-
 Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

LYNNEA NAVES SOUZA OLIVEIRA

**ENSAIOS SOBRE *DIVIDEND SMOOTHING* NO BRASIL:
DETERMINANTES E O EFEITO DA INTERNACIONALIZAÇÃO**

Pesquisa apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Financeira e Controladoria

Uberlândia, 28 de Março de 2017.

Prof. Dr. Vinicius Silva Pereira – FAGEN/UFU

Prof. Dr. Antônio Sérgio Torres Penedo - FAGEN/UFU

Prof. Dr. André Barra Neto - CGEN/UFU-CAC

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer a todos aqueles que sempre confiaram em mim, desde sempre. À minha família e aos meus verdadeiros amigos, sempre. Sempre mesmo.

Aos meus pais, por me terem dado educação e valores. À minha mãe Cleice pelo carinho, amor, proteção e dedicação. Ao meu pai Gésio pelo afeto, atenção, apoio e incentivo. À vocês que, muitas vezes, renunciaram aos seus sonhos para que eu pudesse realizar o meu, partilho a alegria deste momento.

Ao meu querido esposo Thiago, por ser tão importante na minha vida, companheiro de todas as horas, exemplo de ser humano e profissional, pela sua compreensão, paciência, tolerância e por todas as atitudes que o faz merecedor do meu amor.

Aos meus avós maternos e paternos, pelo amor incondicional eterno e por me terem ensinado a ser nobre, na essência da palavra. Aos irmãos Allyne, Neto e Kauã, que Deus colocou em minha vida e escolhi para conviver. A distância não nos separa. Seus corações estão comigo e o meu com vocês. Às minhas madrinhas Cleire e Cleide pelas vibrações positivas e todas as preces.

Aos meus sogros, Mara e José Miranda, por serem pessoas maravilhosas que sempre confiaram e me incentivaram. Aos meus cunhados, Vinícius e Raquel, por terem me dado a honra de ser madrinha do Miguel nesse período tão agitado, me trazendo amor e alegria, e por serem amigos e conselheiros. Ao meu afilhado Miguel e sobrinho Isaac, por fazerem meus dias mais felizes e radiantes.

À minha amiga Thaís, conselheira virtual, pelas leituras, conversas, feedbacks e conselhos. Aos amigos e compadres Bárbara e Bruno por me proporcionarem uma amizade verdadeira e por sempre participarem dos melhores momentos da minha vida.

Em especial, agradeço ao amor incondicional da Belinha (*in memoriam*) e da Amora. Amor inexplicável que definitivamente tornou e torna os meus dias mais tranquilos, prazerosos e abençoados.

Ao Prof.º Dr. Vinícius Silva Pereira, meu orientador e exemplo de profissional. Obrigada pela orientação e pela confiança. Quando ‘crescer’, eu quero ser como você. Aos professores, funcionários e colegas do Curso de Pós-Graduação em Administração, em especial aos professores: Kárem Ribeiro, Valdir Machado, Rodrigo Malaquias e Ernando

Reis, pela solicitude e solidariedade perante minhas dificuldades. Aos professores André Barra e Antônio Penedo, que aceitaram compor minha banca de qualificação e de defesa, pelas sugestões e análises significativas. Aos alunos da turma do Mestrado, principalmente aos da Linha de Finanças, pela paciência e companheirismo.

Com vocês, queridos, divido a alegria desta experiência.

“O conhecimento torna a alma jovem e diminui a amargura da velhice.”

(Leonardo da Vinci)

RESUMO

Essa dissertação analisa lacunas sobre *dividend smoothing* na literatura de negócios internacionais e mercados emergentes. Para tanto, foram elaborados dois ensaios. O primeiro analisou os determinantes do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas. A amostra foi constituída por todas as empresas não-financeiras de capital aberto do Brasil e México que possuíam dados financeiros e contábeis disponíveis no Economática de 2006 a 2015, totalizando 815 empresas brasileiras e 194 empresas mexicanas. Os resultados do primeiro ensaio mostram que: (i) com relação a estrutura de propriedade, não aceita-se a hipótese para as empresas brasileiras e mexicanas de que quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do *dividend smoothing*; (ii) com relação aos efeitos de competição e informação, os resultados mostram que quanto menor a concorrência na economia, menor é a assimetria de informação, logo as empresas tendem a ajustar mais rapidamente os seus dividendos praticando um menor *dividend smoothing* e; (iii) com relação aos investidores e regime fiscal resultados mostram que quanto maior o índice, menos as empresas praticam o *dividend smoothing*. O segundo ensaio analisou o *dividend smoothing* nas empresas internacionalizadas do Brasil. Considerou-se na amostra as 815 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa do Brasil com dados disponíveis no Economática no período de 2010 a 2015. Os resultados do segundo ensaio mostram que: (i) as empresas tendem a estabilizar seus dividendos pois com o aumento do endividamento no exterior há riscos importantes no contexto econômico atual, portanto, as empresas que buscam recursos no exterior, para reduzirem a assimetria informacional e os problemas de agência, praticam maior *dividend smoothing*; (ii) Os efeitos da internacionalização são mais significativos que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o *dividend smoothing*, isso se deve pelo aumento do risco cambial que leva a uma maior assimetria de informação e maior custo de agência; (iii) As empresas tendem a adquirir mais dívidas no mercado externo do que no interno tendendo a praticar mais o *dividend smoothing*. Sendo assim, pode-se concluir que as empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de *dividend smoothing*.

Palavras-chave: *dividend smoothing*, internacionalização, assimetria de informação, conflitos de agência

ABSTRACT

This dissertation analyzes a gap concerns to dividend smoothing in emerging market and international business literature. Therefore, we propose two essays. The first one analyzed the determinants of the dividend smoothing in Brazilian and Mexican companies. The sample consisted of all public non-financial companies in Brazil and Mexico that had financial and accounting data available in the Economática from 2006 to 2015, totaling 815 Brazilian companies and 194 Mexican companies. The results of the first essay show that: (i) in relation to the ownership structure, it is not accepted the hypothesis for Brazilian and Mexican companies that the greater the ownership concentration and the participation of institutional shareholders, the lower the practice of dividend smoothing; (ii) with respect to the effects of competition and information, the smaller the competition in the economy, the smaller the information asymmetry, so the companies tend to adjust their dividends faster practicing a lower dividend smoothing; (iii) with regard to investors and tax regime the higher the index, the less companies practice the dividend smoothing. The second essay analyzed the dividend smoothing in the internationalized companies of Brazil. The sample was the 815 Brazilian public companies listed on the BM&FBovespa with data available in the Economática from 2010 to 2015. The results of the second trial show that: (i) companies tend to stabilize their dividends because with the increase of external debt there are important risks in the current economic context, therefore, companies that seek resources abroad, to reduce informational asymmetry and agency problems, practice greater dividend smoothing; (ii) The effects of internationalization are more significant than the effects of the ownership structure on the dividend smoothing, due to the increase in exchange risk that leads to greater information asymmetry and higher agency costs; (iii) companies tend to acquire more debt in the foreign market than in the internal market tending to practice more dividend smoothing. Thus, it can be concluded that companies that raise funds abroad are more subject to information asymmetry and agency problems and therefore adopt more the practice of dividend smoothing.

Keywords: dividend smoothing, internationalization, information asymmetry, agency conflicts

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Estrutura da pesquisa.....	16
--------------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Adaptação das variáveis de estudo.....	15
Quadro 2: Variáveis de estudo.....	32
Quadro 3: Quadro resumo - Capítulo 2.....	466
Quadro 4: Variáveis de estudo.....	577
Quadro 5: Quadro resumo – Capítulo 3.....	766

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Matriz de correlação	38
Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis	39
Tabela 3: Média dos determinantes do SOA para os países da amostra.....	40
Tabela 4: Regressões dos Modelos 1, 2, 3, 4, 5 e 6	43
Tabela 5: Regressão da relação dividend smoothing e estrutura de propriedade com internacionalização de empresas.....	677
Tabela 6: Regressão da relação dividend smoothing e os efeitos de competição e informação com a internacionalização de empresas	7070
Tabela 7: Regressão da relação dividend smoothing e proteção aos investidores e regimes fiscal com a internacionalização de empresas	722

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CEOs	<i>Chief Executive Officer</i>
CFOs	<i>Chief Financial Officer</i>
CPI	<i>Corruption Perceptions Index</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EUA	Estados Unidos da América
HHI	<i>Herfindahl-Hirschman Index</i>
JSCP	Juros sobre Capital Próprio
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
SOA	Velocidade de ajustamento
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	14
2.1. Introdução	17
2.2. Referencial Teórico	21
2.2.1. <i>Dividend smoothing</i>	22
2.2.2. <i>Dividend smoothing</i> e a estrutura de propriedade.....	24
2.2.3. <i>Dividend smoothing</i> e os efeitos de competição e de informação	25
2.2.4. <i>Dividend smoothing</i> e proteção aos investidores e regime fiscal	26
2.3. Metodologia	28
2.3.1. Descrição da Amostra e Variáveis.....	28
2.3.2. Modelos de pesquisa e técnicas econométricas.....	33
2.3.2.1. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e estrutura de propriedade	33
2.3.2.2. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e os efeitos de competição e de informação	34
2.3.2.3. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e proteção aos investidores e regime fiscal	35
2.4. Resultados.....	37
2.5. Considerações Finais	44
CAPÍTULO 3: UMA ANÁLISE DO <i>DIVIDEND SMOOTHING</i> NAS EMPRESAS INTERNACIONALIZADAS DO BRASIL.....	47
3.1. Introdução	47
3.2. Referencial teórico	49
3.2.1. Internacionalização	49
3.2.2. Teoria da Agência e estudos empíricos.....	50
3.2.3. Teoria da Assimetria Informacional e estudos empíricos	52
3.3. Metodologia	53
3.3.1. Descrição da Amostra e Variáveis.....	53
3.3.2. Modelos de pesquisa e técnicas econométricas.....	59
3.3.2.1. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e estrutura de propriedade com internacionalização de empresas	59
3.3.2.2. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e os efeitos de competição e de informação com internacionalização de empresas	61
3.3.2.3. Regressão da relação do <i>dividend smoothing</i> e a proteção aos investidores e regime fiscal com internacionalização de empresas	63

3.4. Resultados.....	65
3.5. Considerações Finais	74
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO	77
REFERÊNCIAS.....	80

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

Esta dissertação consiste em dois ensaios empíricos em países emergentes sobre o tema *dividend smoothing*. Cada ensaio teórico é apresentado em um capítulo independente da dissertação e constitui uma contribuição teórica ao tema *dividend smoothing* a partir da teoria da agência e da assimetria de informação. Javakhadze, Ferris e Sen (2014) são os primeiros a estabelecer uma relação entre *dividend smoothing* e estas teorias, inaugurando um novo campo de pesquisa sobre esse fenômeno. Segundo os autores a prática do *dividend smoothing* é determinada pelos problemas de agência e assimetria de informações, de modo que quanto maior a assimetria informacional e o conflito entre os agentes, maior a prática de *dividend smoothing*.

Dividend smoothing é a prática de manter a distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014) e foi documentado pela primeira vez no estudo de Lintner (1956). Apesar de sua origem em Lintner (1956), existem poucos trabalhos que discutem os motivos pelos quais as empresas praticam o *dividend smoothing*, sobretudo em países em desenvolvimento, como por exemplo Brasil e México. Nestes dois países especificamente o regime de proteção legal são iguais, contudo os impostos, legislação e desenvolvimento econômico são distintos e distantes da realidade dos países desenvolvidos. Estas características, conforme Javakhadze, Ferris e Sen (2014) afetam a assimetria de informações e problemas de agência, determinando uma maior ou menor prática de *dividend smoothing*.

Neste sentido o primeiro ensaio, que corresponde ao Capítulo 2 da dissertação, e analisa os determinantes do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas para identificar as diferenças e a forma como estas empresas ajustam seus dividendos ao longo do tempo, analisando as seguintes hipóteses:

- H1. Quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas.
- H2. Empresas em que o efeito da competição é maior e que a assimetria de informação é maior a prática do *dividend smoothing* é maior.
- H3. Empresas cuja proteção legal e o regime fiscal protegem mais o acionista contra problemas de agência a prática do *dividend smoothing* é menor.

Adicionalmente conflitos de agência e assimetrias de informação podem também surgir do excesso de recursos disponíveis em posse dos gestores da empresa e acesso às fontes de financiamentos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014). Neste contexto, Sheng e Pereira (2014) analisam que a internacionalização de empresas de países em desenvolvimento pode reduzir a restrição financeira destas empresas, acessar fontes de financiamento internacionais, aumentar a complexidade de gestão e com isso aumentar os conflitos de agência e assimetria informacional.

Neste sentido o segundo ensaio, que corresponde ao Capítulo 3 da dissertação, analisa os efeitos da internacionalização das empresas brasileiras a partir da captação de recursos no exterior na prática do *dividend smoothing*, testando a seguinte hipótese:

- H4. Empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de *dividend smoothing*.

Os dois ensaios foram construídos a partir da metodologia e dos modelos da pesquisa de Javakhadze, Ferris e Sen (2014). O Quadro 1 mostra as adaptações feitas do artigo base para o primeiro ensaio. Ademais, para o segundo ensaio foram acrescentadas as variáveis que mensuram a internacionalização ENDEXT, FORNEXT, MULTI e suas interações em todos os modelos para avaliar o impacto do *dividend smoothing* na internacionalização das empresas brasileiras.

Quadro 1: Adaptação das variáveis de estudo.

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE		EFEITOS DE COMPETIÇÃO E INFORMAÇÃO		PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES E REGIME FISCAL	
ARTIGO BASE	ADAPTAÇÃO MODELO 1	ARTIGO BASE	ADAPTAÇÃO O MODELO 2	ARTIGO BASE	ADAPTAÇÃO O MODELO 3
MB	MB	INDCHAR	HHI	PROTECTION	CPI
CASHAT	CASAHT	MB	MB	MB	MB
PAYOUTRATIO	PAYOUTRATIO	CASHAT	CASHAT	CASHAT	CASHAT
INSTINVESTOR	INST	PAYOUTRATIO	PAYOUTRATIO	PAYOUTRATIO	PAYOUTRATIO
OWNCONLARGEST	AC1/AC3	OWNERSHIP CONCENTRATION	AC1/AC3	OWNERSHIP CONCENTRATION	AC1/AC3
INDUSTRY DUMMIES	SETOR	INSTINVESTOR	INST	INST INVESTOR	INST
COUNTRY DUMMIES	PAISSEDE	ASSET TANGIBILITY	TANG	ASSET TANGIBILITY	TANG
		SD(EBIT)	SDEBIT	SD(EBIT)	SDEBIT
		SD(RETURN)	SDRETURN	SD(RETURN)	SDRETURN

		SOTCK TURNOVER	STOCK TURNOVER	SOTCK TURNOVER	STOCK TURNOVER
		AGE	IDADE	AGE	IDADE
		SIZE	TAM	SIZE	TAM
		INDUSTRY DUMMIES	SETOR	INDUSTRY DUMMIES	SETOR
		COUTRY DUMMIES	PAISESEDE	COUTRY DUMMIES	PAISESEDE

Nota: Elaborada pelo autor

Outrossim, a única variável que houve substituição foi a variável relacionada com a proteção do investidor. Em seu lugar, colocou-se o Índice de Percepção de Corrupção – CPI, pois os países analisados nessa pesquisa, Brasil e México, apresentam o mesmo regime de proteção dos investidores – *Civil Law*.

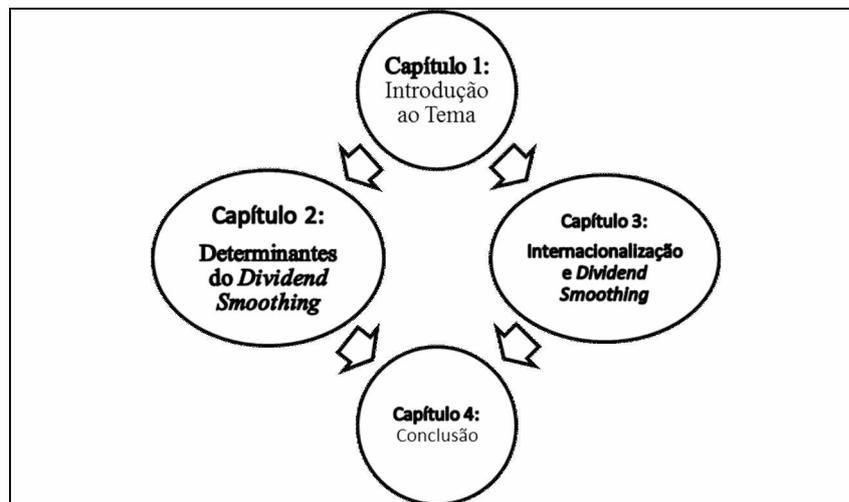


Figura 1: Estrutura da pesquisa.

Para discutir cada um dos objetivos propostos por este trabalho relacionados ao *dividend smoothing*, a dissertação foi estruturada, em quatro capítulos. O Capítulo um traz uma introdução ao tema e organização da dissertação. Os capítulos dois e três referem-se aos ensaios apresentados. O quarto e último capítulo faz o encerramento com as conclusões gerais extraídas a partir dos resultados de ambos os ensaios. A Figura 1 apresenta a estrutura da pesquisa.

CAPÍTULO 2: OS DETERMINANTES DO *DIVIDEND SMOOTHING* NAS EMPRESAS BRASILEIRAS E MEXICANAS

2.1. Introdução

Os dividendos por muito tempo têm sido um assunto que tem intrigado pesquisadores da área de finanças corporativas. Miller e Modigliani (1961) argumentam que, em um mercado perfeito, não importa se uma empresa paga ou não dividendos. Os autores argumentam que, enquanto o pagamento de dividendos não interferir na política de investimentos da empresa, este não deve afetar o valor, e, portanto, a gestão da mesma. Assim, a política de pagamento de dividendos da empresa neste cenário seria irrelevante.

No entanto, os estudos empíricos mostram que a política de dividendos pode interferir de maneira significativa no valor e na gestão da empresa. Em contraste com Miller e Modigliani (1961), Jensen (1986) argumenta que os dividendos podem ser usados para atenuar problemas de agência relacionados com o fluxo de caixa livre da empresa. Empresas com baixo crescimento e com fluxos de caixa livre em excesso à disposição dos gestores ao invés de distribuído aos acionistas aumentam o conflito de interesses entre acionistas e gestores (conflito de agência tipo I). Por esse motivo, há também teorias que indicam que os investidores e outros participantes do mercado veem os dividendos como uma ferramenta de sinalização que pode transmitir informações sobre o desempenho futuro da empresa (OGDEN; JEN; O'CONNOR, 2003). Ou seja, se os gestores retêm os fluxos de caixa livres e pagam menos dividendos aos acionistas, sinalizam para o mercado que a empresa tem planos de investimento e crescimento para o futuro, o que afeta positivamente o valor da empresa.

Além disso, Allen, Bernardo e Welch (1999) argumentam que as empresas pagam mais ou menos dividendos para atrair certos tipos de investidores sendo substitutos da governança corporativa de uma empresa, auxiliando na diminuição da assimetria de informações e na redução dos problemas de agência. Empresas que pagam mais dividendos, geralmente possuem uma pior governança e segundo os autores o pagamento de dividendos auxilia na garantia do fluxo de caixa ao investidor que esperam o retorno no curto e médio prazo; enquanto empresas que distribuem menos dividendos possuem melhor governança e esperam atrair investidores que visam o retorno a longo prazo. No mesmo sentido os dividendos podem ser utilizados como ferramenta para reduzir o conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários (conflito de agência tipo II), proporcionando aos

minoritários através da maior distribuição de dividendos uma maior garantia de que não será expropriado pelo majoritário, conforme La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000). Assim, problemas de agência são uma forte razão pelo qual as empresas optam por pagar dividendos.

Em síntese em uma economia imperfeita, onde há assimetria de informações e conflitos de agência (tipo I e II), os dividendos sinalizam os planos futuros da empresa, sendo, portanto, relevantes. Sendo assim, a política de dividendos que a empresa adota pode interferir no nível de assimetria de informação, nos conflitos de agência e conseqüentemente no valor da empresa.

A política de dividendos pode, portanto, considerar a assimetria de informação e os conflitos de agência presentes na empresa para então decidir se distribui mais ou menos dividendos a seus acionistas, de modo que quanto maiores forem as assimetrias informacionais e os conflitos de agência, maior tende a ser a distribuição de dividendos para atrair os investidores. Acontece que a política de dividendos, apesar de relevante, parece não ser uma variável que o gestor pode alterar drasticamente ao longo do tempo. Uma vez estabelecida a política de dividendos da empresa, aumentar ou diminuir bruscamente a distribuição de dividendos gera implicações para a empresa, fazendo com que a mesma decida por manter ou alterar gradativamente o percentual dos seus lucros distribuídos na forma de dividendos. Esse fenômeno é denominado de *dividend smoothing*.

Dividend smoothing é a prática de manter o nível de distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014) e foi documentado pela primeira vez no estudo de Lintner, em meados da década de 1950. Lintner (1956) concluiu que os dividendos distribuídos foram bastante estáveis ao longo do tempo e que as empresas nos Estados Unidos (EUA) estavam relutantes em aumentar os seus dividendos, a menos que tivessem aumentos permanentes dos seus lucros. Seu estudo também demonstrou que as empresas estão menos propensas a reduzir seus dividendos, mesmo quando há queda dos lucros. Neste sentido, os dividendos tendem a aumentar de forma constante e suave ao longo do tempo, de acordo com o lucro da empresa, a fim de manter um determinado alvo de pagamento. Após passar mais de meio século das observações de Lintner, seu modelo de ajustamento parcial ainda é comumente utilizado para medir o comportamento do *dividend smoothing* das empresas, como nos estudos de Allen et al (1999), Hamed Al-Yahyaee, Pham e Walter (2010), Chemmanur, He, Hu e Liu (2010), Leary e Michaely (2011); Jeong (2013) e Javakhadze, Ferris e Sen (2014).

Conforme ressaltado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014), apesar de sua origem com o trabalho de Lintner (1956), existem poucos trabalhos que discutem os motivos pelos quais as empresas praticam o *dividend smoothing*. Mesmos em países desenvolvidos há poucos estudos sobre o tema. Em países em desenvolvimento os trabalhos são ainda mais escassos.

Há de se ressaltar que países como os EUA possuem origem tributária baseada na *Common Law*, enquanto que países latinos colonizados por portugueses e espanhóis pela *Civil Law*. Segundo La Porta et al (2000) a *Common Law* protege mais os acionistas minoritários da expropriação dos majoritários, enquanto países baseados na *Civil Law* a expropriação é maior, o que faz com que os dividendos possuam um papel ainda mais importante para diminuir esse conflito de agência. Ainda os problemas de agência tipo II nos Estados Unidos tendem a ser menores devido a concentração de propriedade dos acionistas majoritários em empresas de capital aberto ser mais diluída se comparados com os países emergentes como Brasil e México, cujo mercado de capital é menos desenvolvido e com participação de famílias no controle.

No Brasil o estudo sobre o tema de distribuição de dividendos tem contornos peculiares, tanto no aspecto do desenvolvimento econômico e do mercado de capitais quanto no aspecto legislativo. Enquanto o papel dos dividendos era discutido internacionalmente por Lintner (1956) e outros autores já citados, no Brasil, os dividendos tornaram-se algo relevante somente após a estabilização econômica com o Plano Real em 1994. Antes disso, a política de distribuição de dividendos era deixada em segundo plano, pois os valores de dividendos definidos pelas políticas de dividendos em assembleias eram corroídos pela inflação (PROCIANOY, 2006; MARTINS; FAMÁ, 2011). Somente após a estabilização econômica do País as empresas e as pesquisas começaram a discutir o papel dos dividendos e de sua política de distribuição. No entanto, o papel dos dividendos ainda era relegado a segundo plano. Com a estabilização econômica a economia e o mercado de capitais passam a se desenvolver e várias companhias abriram o capital na bolsa, fazendo com que os investidores priorizassem o ganho de capital em detrimento dos dividendos. Os dividendos passariam a ter importância de fato a partir do início dos anos 2000 com o desenvolvimento da governança corporativa das empresas (PROCIANOY, 2006; MARTINS; FAMÁ, 2011). Sob o ponto de vista fiscal, segundo Martins e Famá (2011), entre 1989 a 1992 a empresa pagava imposto sobre o lucro líquido de 8% independentemente da distribuição de dividendos, ou seja, os dividendos não eram dedutíveis do imposto sobre o lucro líquido. Em 1993 os dividendos passam a ser isentos do imposto sobre o lucro líquido, mas já em 1994 e 1995 (anos da

estabilização econômica) passaram a ser novamente tributados à uma alíquota de 15%. Em 1996 até os dias atuais o Brasil, diferentemente da maior parte dos países do mundo, isenta os acionistas do pagamento de imposto de renda sobre os dividendos. Na mesma data é criada a figura dos Juros sobre Capital Próprio (JSCP), uma forma alternativa de distribuição do lucro líquido que podem ser deduzidos do cálculo do imposto de renda das empresas, gerando um benefício fiscal à empresa. Para o acionista o JSCP já é deduzido na fonte à mesma alíquota dos dividendos de 15%, tendo tratamento diferenciado para acionistas pessoas físicas, jurídicas e estrangeiros. O Brasil ainda diferentemente dos demais países do mundo pela Lei 6404/76 estabelece a figura do dividendo mínimo obrigatório que obriga as empresas que deram lucro em determinado exercício de distribuírem parte de seu lucro, definido pelo estatuto da empresa, geralmente um valor de 25% do lucro líquido, uma prática entre as empresas.

No México, assim como no Brasil o regime jurídico é o *Civil Law*. No entanto a forma de distribuição de dividendos no México se assemelha mais com a forma de distribuição dos nos EUA. No México não há JSCP, dividendo obrigatório e não há isenção fiscal sobre o pagamento dos dividendos (KADAPAKKAM; MARTINEZ, 2008). Até 2013 a lei de imposto de renda mexicana tratava o dividendo como um sistema totalmente integral, onde os lucros distribuídos pelas empresas residentes no México já eram tributados na fonte não impactando em nenhum imposto adicional para o acionista. A partir de 2014 além do pagamento de imposto de renda pela empresa os acionistas terão que pagar imposto adicional, dependendo se o dividendo é pago para uma pessoa física residente no México ou a um estrangeiro ou por uma pessoa jurídica sediada no México ou estrangeira, semelhante ao tratamento que é dado no Brasil para JSCP (FREITAS; PRATES, 2016).

A inclusão do México na pesquisa se dá pelo fato de que o efeito do conflito de agência e assimetria de informação sobre a decisão de *dividend smoothing* de gestores varia basicamente de país para país. Além das especificidades dos dividendos já comentadas hoje, existem diferenças consideráveis de como o Brasil e o México têm administrado suas economias. E essas divergências sugerem lições úteis para outros países emergentes. Uma diferença é que a economia do México é muito mais aberta do que a do Brasil. O México não é apenas uma parte do Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA) com os Estados Unidos e Canadá, mas também participa de uma rede de outros acordos que se estendem à Europa e à Ásia. No Brasil, em contrapartida, é limitada pelas restrições do Mercosul, um agrupamento regional cujo compromisso com o crescimento através do

comércio é, na melhor das hipóteses, instável. Uma segunda diferença crucial reside na combinação de políticas monetária e fiscal dos dois países. O Brasil e o México implementaram em 2009 pacotes fiscais anti-crise, mas, o México removeu o estímulo prontamente conforme sua economia se reconstruía, e além disso, mantém uma política fiscal mais rigorosa do que o Brasil nos anos que se seguiram. Portanto, o México tem sido capaz de manter as taxas de juros muito mais baixas, mantendo assim, uma taxa de inflação mais baixa também (FREITAS; PRATES, 2016).

Neste sentido, a questão que norteia este trabalho é: Qual o comportamento do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas?

Assim, tem-se como objetivo analisar os determinantes do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas de capital aberto.

Quanto aos objetivos específicos, destacam-se:

- Analisar os efeitos da estrutura de propriedade sobre o *dividend smoothing* de empresas brasileiras e mexicanas de capital aberto;
- Analisar os efeitos de competição e informação sobre o *dividend smoothing* de empresas brasileiras e mexicanas de capital aberto;
- Analisar os efeitos da proteção do investidor e regime fiscal sobre o *dividend smoothing* de empresas brasileiras e mexicanas de capital aberto.

Para justificar a pesquisa, esclarece-se que há poucos estudos acerca do *dividend smoothing* em empresas de países emergentes, sendo assim, essa pesquisa poderá trazer novos elementos sobre o tema em questão. Além disso, estudos têm mostrado que existem diferenças internacionais em termos de grau do *dividend smoothing* (CHEMMANUR et al, 2010; JEONG, 2013) e, portanto, é plausível supor que as empresas brasileiras e mexicanas podem mostrar um comportamento de *dividend smoothing* diferente entre si e com relação às empresas de países desenvolvidos como os Estados Unidos.

2.2. Referencial Teórico

No Brasil e no restante do mundo, vários estudos empíricos utilizam as teorias clássicas para tentar explicar o comportamento da relação entre diversas variáveis e o pagamento de dividendos. Os subcapítulos seguintes apresentam os conceitos e estudos que

são potencialmente relevantes para esclarecimentos empíricos no comportamento do *dividend smoothing*.

2.2.1. *Dividend smoothing*

Dividend smoothing é a prática de manter o nível de distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014). Esta é uma definição mais restrita de *dividend smoothing* do que a apresentada por Lintner (1956), que exige que a variação da distribuição de dividendos seja inferior à variação do rendimento do valor da ação da empresa. Independentemente da definição, mais restrita ou mais genérica, de *dividend smoothing*, a ideia apresentada pelos autores é a mesma, ou seja, os gestores acreditam que os acionistas preferem um fluxo constante de dividendos. Um nível elevado de dividendos estáveis também pode forçar as empresas a buscar capital externo mais frequentemente uma vez que tais pagamentos reduzem o fluxo de caixa livre. Isso expõe a gestão das forças disciplinares dos mercados financeiros, reduzindo os custos de agência e a necessidade de realizar o *dividend smoothing*. (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

Sendo assim, as empresas tendem a fazer ajustes parciais e periódicos em direção a um dividendo alvo, em vez de mudanças drásticas de distribuição de dividendos ou retenção de lucros. De acordo com este modelo, as empresas não se movem imediatamente para um novo dividendo alvo, mas em vez disso suavizam mudanças em seus dividendos, transferindo uma parte para o dividendo alvo a cada período. No mesmo sentido, Fama e Babiak (1968) e Brav, Graham, Harvey e Michaely (2005) argumentam que os gestores procuram proporcionar aos acionistas um fluxo estável de dividendos previsíveis.

A literatura de *dividend smoothing* tem as suas raízes na pesquisa de Lintner (1956) que acha que as empresas tendem a suavizar dividendos relativos aos lucros. O modelo de Lintner pode ser visto nas obras de Rozycki (1997), Chemmanur, He, Hu e Liu (2010), Leary e Michaely (2011) e Omar e Rizuan (2014) e esses estudos têm tentado explicar por que as empresas praticam o *dividend smoothing*. No estudo de Omar e Rizuan (2014) foi utilizado o modelo de Lintner (1956) para verificar se as empresas da Malásia que pagam dividendos estão envolvidas em atividades de *dividend smoothing*. Como resultados, tem-se que as empresas seguiram os mesmos determinantes da política de dividendos como recomendado por Lintner (1956) onde as empresas estabelecem uma relação alvo de pagamento a longo

prazo e movem-se gradualmente em direção ao alvo. Sendo assim, chegou à conclusão de que as empresas na Malásia analisadas estão envolvidas na prática do *dividend smoothing*.

Brav et al (2005) também encontraram considerações análogas às de Lintner (1956). No estudo, os autores realizaram uma pesquisa com 384 executivos financeiros no início do século 21 e concluíram que 90% (noventa por cento) das empresas analisadas, fortes ou muito fortes, praticam o *dividend smoothing*. Ainda de acordo com os autores, a ligação entre dividendos e lucros enfraqueceu pois, os gerentes estão favorecendo as recompras. Isso porque são vistas como sendo mais flexíveis dos que os dividendos e podem ser utilizadas numa tentativa de cronometrar o mercado de ações ou para aumentar o lucro por ação. Nessa pesquisa, eles também relatam que as empresas privadas são mais propensas a pagar dividendos em resposta a mudanças temporárias nos lucros, sugerindo que as políticas de dividendos das empresas privadas sejam mais imprevisíveis.

No mesmo sentido, Chen et al (2009) afirmam que o *dividend smoothing* pode ter contribuído para a falta de previsibilidade do crescimento dos dividendos. Em sua pesquisa, os autores classificaram as empresas em carteiras com base no *dividend smoothing* e concluíram que o crescimento de dividendos é previsível para as empresas que não praticam o *dividend smoothing* e imprevisível para as empresas que o praticam. Além disso informam que quando a política de dividendos leva ao *dividend smoothing*, os dividendos não representam bem as perspectivas de fluxo de caixa futuros.

Na mesma linha, Rangvid, Schmeling e Schrimpf (2009) analisaram um total de 50 países, de 1973 a 2009, com atenção especial ao tamanho dos mercados. Para isso, formaram duas carteiras agregadas de ações, uma igualmente ponderada e uma média ponderada pelo valor dos países da amostra. Após isso, executaram regressões preditivas de taxas de crescimento de dividendos futuros dessas carteiras sobre os rendimentos de dividendos do período corrente. Como resultado, eles mostram que o crescimento dos dividendos é altamente previsível em países onde o *dividend smoothing* é muito menos pronunciado.

Para esse trabalho foram analisadas a estrutura de propriedade, os efeitos de competição e informação, e a proteção aos investidores e regime fiscal. A literatura estabelece a importância da estrutura de propriedade em várias políticas corporativas, incluindo dividendos (LA PORTA, 2000; FACCIO, 2001; FACCIO; MARCHICA; MURA, 2011). Há uma extensa produção acadêmica sobre os efeitos de competição e informação relacionados aos dividendos (LA PORTA et al, 2000; CHEMMANUR et al, 2010; LEARY; MICHAELY, 2011). Não menos importante, tem-se os estudos sobre a importância da proteção legal às

decisões de gestão e pagamento de dividendos (LA PORTA et al, 1997, 1998, 2000, 2002; JOHNSON; SHLEIFER, 1999). A natureza do sistema fiscal nacional também tem implicações importantes para a política de pagamento conforme observado por pesquisadores (PINKOWITZ; STULZ; WILLIAMSON, 2008; ALZAHRANI; LASFER, 2012).

2.2.2. *Dividend smoothing* e a estrutura de propriedade

De fato, a literatura tem documentado o efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos (LA PORTA, 2000, FACCIO; MARCHICA; MURA, 2011; GONZALEZ; MOLINA; PABLO; ROSSO, 2016). Gonzalez et al (2016) analisaram o efeito da concentração de propriedade e composição dos dividendos usando dados de empresas de capital aberto de países da América Latina no período de 2007 a 2014. Com resultados obtidos através de regressões de dados em painel concluíram que quando a concentração de propriedade é alta e o maior investidor é identificado como um indivíduo, as empresas tendem a pagar menos dividendos. Quando a concentração da propriedade é alta, um problema de agência aparece entre os grandes acionistas e acionistas minoritários (FACCIO; MARCHICA; MURA et al (2001). Em seu estudo, FACCIO, MARCHICA E MURA et al (2001) verificaram que, para diminuir a exposição à expropriação dos minoritários, os pagamentos de dividendos tendem a ser basicamente maiores quando as empresas são filiadas a grupos empresariais severamente controlados. E Shleifer e Vishny (1997) garantem que o principal problema de agência dentro de uma empresa é a expropriação dos acionistas minoritários.

La Porta et al (1999) averiguaram que a média das empresas no mundo tem níveis de concentração de alta de propriedade e, na maior parte, os maiores acionistas estão fortemente envolvidos em funções de gestão. La Porta et al (2000) após examinar 4000 empresas de 33 países concluíram que os dividendos são pagos devido à pressão dos acionistas minoritários. Byrne e O'Connor (2012) chegaram na mesma conclusão em uma análise de empresas de 35 países relatando provas ao modelo estudado. Silva (2004), Bellato, Silveira e Savoia (2006), também analisaram o impacto entre a estrutura de propriedade e distribuição de dividendos e ambos chegaram à conclusão de que empresas com maior concentração de ações com direito a voto em poder dos controladores, pagam menos dividendos.

Existem esclarecimentos fundamentados na teoria da agência sobre a estrutura de propriedade e o *dividend smoothing*. Michaelly e Roberts (2012), em uma análise do

comportamento do *dividend smoothing* de 1985 a 2005, com 1335 empresas norte-americanas, concluíram que empresas com conflitos de agência suavizavam mais os seus dividendos e os mesmos autores em estudo de 2012 cogitaram que a estrutura de propriedade pode desempenhar um comportamento fundamental em relação ao *dividend smoothing*. De acordo com a pesquisa, as empresas com um nível maior de grandes investimentos em ações são menos propensas a suavizar dividendos relativos ao lucro, pois eles são menos relacionados a questões de agência e informação assimétrica.

Em controvérsia, tem-se estudos internacionais que confirmam uma relação inversa entre a estrutura de propriedade e os dividendos, entre eles Khan (2006), Mancinelly e Ozkan (2006) e Harada e Nguyen (2011). Nesses estudos os autores apresentam evidências empíricas de uma relação negativa entre a concentração da propriedade e nível de dividendos pagos por empresas. Assim como os autores citados, Jeong (2013) encontra um coeficiente negativo significativo entre estrutura de propriedade e *dividend smoothing* e sugere que as empresas com propriedade concentrada tendem a praticar mais o *dividend smoothing*. Além disso, conclui que o resultado da análise não é consistente com as explicações baseadas na teoria da agência. Sendo assim, analisou-se a seguinte hipótese:

H1. Quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas.

2.3.3. *Dividend smoothing* e os efeitos de competição e de informação

São muitos os fatores que influenciam a política de dividendos de uma empresa. No estudo de La Porta et al (2000), os autores alegam que os problemas de agência entre gestores e acionistas seria uma resposta para os assuntos concernentes à política de dividendos. Baseadas nas teorias clássicas surgiram outras discussões mais abrangentes no que diz respeito à distribuição de dividendos: teoria de agência e assimetria informacional.

No tocante à teoria de agência apresentada por Jensen e Meckling (1976), identificou a existência de conflitos de interesse entre os acionistas e os gestores. Segundo eles, enquanto os gestores preferem que os lucros sejam retidos, de forma a maximizar os recursos sob sua gestão, os acionistas preferem que os lucros sejam distribuídos, surgindo assim, o conflito. Uma das conclusões dos autores é que a distribuição de dividendos reduziria o conflito. No

Brasil, devido à particularidade da relação propriedade e controle, este conflito se dá entre os acionistas majoritários e minoritários (DA SILVA, 2004).

Já as empresas que operam em indústrias competitivas enfrentam menos conflito de agência pois os gestores dessas empresas enfrentam fortes incentivos para reduzir folga e maximizar os lucros (MACHLUP, 1967; RAITH, 2003). Os gerentes dessas empresas enfrentam uma concorrência mais acentuada, por isso, são mais propensos a acatar às preferências dos investidores (BAKER; WURGLER, 2004). Sendo assim, os gestores que operam em indústrias competitivas são mais propensos a suavizar dividendos em um esforço para atrair capital de investimento.

Diante do exposto, observa-se que há explicações baseadas nessas teorias para o *dividend smoothing*. Leary e Michaely (2011) constataram que o *dividend smoothing* vem aumentando ao longo dos últimos 50 anos e que os resultados são consistentes com a teoria da agência e a teoria da assimetria informacional. Isso indica que os gestores estão a cada dia mais preocupados com *dividend smoothing*.

Em linha com La Porta et al (2000), os autores identificam que os problemas de agência parecem ser uma razão pela qual as empresas empregam o *dividend smoothing*, enquanto que a assimetria de informação e clientela fiscais não parecem explicar essa suavização. Isso vai contra o que Chemmanur et al (2010) constataram em seu estudo, concluindo que o elemento de sinalização de dividendos teve um impacto sobre o comportamento de suavização de uma empresa. Dessa forma analisou-se a seguinte hipótese:

H2. Empresas em que o efeito da competição é maior e que a assimetria de informação é maior a prática do *dividend smoothing* é maior.

2.2.4. *Dividend smoothing* e proteção aos investidores e regime fiscal

De acordo com La Porta et al (2000), a legislação de um determinado país oferece aos investidores certos poderes para proteger seus investimentos das ações dos gestores e essas normatizações são diferentes entre países, em função das características legais existentes. Também constataram que os investidores em países da Common Law (alta proteção legal) empregam o seu poder legal para extrair dividendos de empresas. Isso não seria possível em outras regiões do mundo onde podem ser utilizados outros veículos de

governança, assim como a presença de um acionista poderoso que pode impedir a expropriação através da monitorização intensa (TRUONG; HEANEY, 2007; SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002).

De um lado, Pinkowitz et al (2006) apresentam que os dividendos são mais valorizados nos países onde a proteção dos investidores é mais fraca. Por outro lado, Alzahrani e Lasfer (2012) analisaram o impacto da proteção dos investidores e da tributação sobre a política de dividendos em 24 países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, e ao contrário de pesquisas anteriores, eles apresentam que nas empresas de países com alta proteção dos investidores pagam menos dividendos do que em empresas de países com baixa proteção quando o sistema fiscal clássico é praticado. E concluem que em países de baixa proteção dos investidores o impacto da tributação é fraco.

Existe explicações quanto ao regime fiscal na prática do *dividend smoothing* no estudo de Jeong (2013). Ele investigou na Coreia o comportamento do *dividend smoothing* devido ao fato do país possuir um regime fiscal e configurações institucionais do mercado financeiro diferentes dos países desenvolvidos como os EUA. Para isso, foram investigadas 279 empresas listadas na Bolsa de Valores da Coreia de 1980 a 2012. Os resultados mostram que as características das empresas influenciam nos resultados, além disso, tanto as taxas de juros e impostos tem relações significativamente positivas com o grau de *dividend smoothing*. A pesquisa apresenta também que a maioria das empresas coreanas praticam o *dividend smoothing* e os resultados indicam que fatores institucionais do mercado financeiro podem desempenhar um papel crítico na compreensão do comportamento de dividendos em mercados emergentes.

No mesmo sentido, verifica-se que os impostos podem influenciar o padrão de *dividend smoothing* no estudo de Rozycki (1997), que analisou o impacto dos códigos fiscais sobre a lucratividade e os dividendos. O autor mostrou que o imposto sobre o rendimento pessoal é uma motivação para o pagamento de *dividend smoothing*. Além disso, concluiu que para uma empresa que não está crescendo, o pagamento fixo de dividendos é a melhor política de dividendos.

Em complemento aos estudos, no Brasil, tem-se que a distribuição de dividendos é regulamentada pela lei nº 6406/76, que estabelece um percentual de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado que deve ser distribuído aos acionistas, podendo ser na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio (CORSO; KASSAI; LIMA, 2012). O pagamento

deste ao acionista foi adicionado como incremento à distribuição de dividendos brasileira em 1996, pela Lei 9.249/1995. Através dela, as empresas optantes pelo regime do lucro real podem classificar a distribuição de JSCP como despesa dedutível e somá-la ao percentual mínimo de 25% a ser distribuído, gerando assim um benefício fiscal às pessoas jurídicas, sendo esta, a principal vantagem da distribuição de JSCP para as empresas. Com base nesses estudos analisou-se a seguinte hipótese:

H3. Empresas cuja proteção legal e o regime fiscal protegem mais o acionista contra problemas de agência a prática do *dividend smoothing* é menor.

2.3. Metodologia

2.3.1. Descrição da Amostra e Variáveis

O período de amostragem para esta pesquisa se estende de 2006-2015. Utilizou-se todas as empresas do Brasil e México que possuem os dados financeiros e contábeis disponíveis no Economática. Excluímos empresas financeiras por causa de suas exigências legais e de contabilidade especializados. A amostra final é constituída por 1009 empresas, sendo: 815 empresas brasileiras e 194 empresas mexicanas.

A medida tradicional de *dividend smoothing* de Fama e Bebiak (1968), é a velocidade de ajuste (SOA), calculado a partir da seguinte regressão:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + e_{i,t}$$

Onde, $D_{i,t}$ é o nível alvo de dividendos para a empresa i no ano t , enquanto $E_{i,t}$ é o lucro da empresa por ação no ano t .

Esta estimativa do SOA, variável dependente, serve como medida de *dividend smoothing* porque mede como os dividendos mudam ao longo do ano, em resposta a uma mudança no resultado (FAMA; BEBIAK, 1968). Além de Fama e Bebiak (1968), outros autores também utilizaram a variável como Dewenter e Warther, (1998), Brav et al (2005) e Leary e Michaely (2011). Primeiramente analisou-se como o *dividend smoothing* varia entre os países da amostra. Para isso, foi calculado o SOA para cada uma das empresas avaliadas.

E, para a análise da pesquisa, serão realizadas regressões separadas para cada variável independente relacionadas aos tópicos: 1) estrutura de propriedade; 2) efeitos de competição e informação e 3) proteção do investidor e regime fiscal.

O Índice de Percepção de Corrupção (CPI) é elaborado por pesquisadores da Universidade de Gottingen, situada na Alemanha, desde 1995. Utilizado nos estudos de Avnimelech, Zelekha e Sharabi (2014) e Bologna e Ross (2015), é mensurado em uma escala de 0 a 100, sendo que, quanto menos corrupto for o país, maior será a sua nota e assim vice-versa. Nessa pesquisa, a variável em questão, foi adicionada para substituir a variável de proteção que é analisada no estudo de Javakhadze, Ferris e Sem (2014). A substituição se faz necessária devido que os países de análise, Brasil e México, possuem o mesmo regime de proteção dos investidores – *Common Law*. Logo, estima-se que o resultado relacionado ao *dividend smoothing* seja positivo significativo.

O Índice de Herfindahl, também conhecido como Herfindahl-Hirschman Index, representado nesse trabalho como HHI, é uma medida da concentração da indústria na economia. Ele é definido como a soma dos quadrados das quotas de todas as empresas do mercado em uma indústria. De acordo com Sun e Shao (2009) valores maiores indicam maior concentração, menos concorrência e mais controle do mercado realizado por empresas individuais, ao passo que valores menores implicam o oposto. Outros autores também pesquisaram a variável, entre eles, Tirole (1988) e Hall (2005). Sendo assim, estima-se que o índice de Herfindahl tenha efeito positivo relacionado com o *dividend smoothing*.

O Índice *Market-to-book* (MB), relacionado a finanças corporativas, é um indicador utilizado para medir as oportunidades de desenvolvimento das empresas. É calculado como a soma do valor de mercado do capital e valor contábil dos ativos subtraindo o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos. De acordo com Santanna et al (2003), quando esta relação é maior do que a unidade, constitui que o mercado está valorizando algo que não está sendo registrado e captado pela contabilidade ou que está sendo registrado e captado de forma incompleta. Por outro lado, quando esta razão é menor que a unidade, o mercado avalia negativamente a empresa e tem expectativas que explicam a oferta de um valor abaixo do que a empresa tem registrado na contabilidade. Lang e Litzemberger (1989) também analisaram o índice *Market-to-book* em seus estudos. Assim, espera-se, nessa análise, que o *Market-to-book* esteja associado positivamente com o *dividend smoothing*.

A variável CASHAT é mensurada pela divisão do dinheiro dimensionado pelo ativo total. De acordo com Javakhadze, Ferris e Sem (2014), com o nível de aumentos de

dividendos, as empresas tornam-se mais atraente para os investidores institucionais, que forcem a gestão para praticar o *dividend smoothing*. Sendo assim, espera-se que a relação do CASHAT com o *dividend smoothing* seja positiva.

O Índice de Pagamento de Dividendos (PAYOUTRATIO) representa a parte dos resultados líquidos distribuída aos acionistas na forma de dividendo. É mensurado pela razão entre o dividendo pago e o lucro líquido. Estudiosos como Guttman, Kadan e Kandel (2010) e Leary e Michaely (2011) examinaram o índice em seus estudos, e, além desses autores, Alli et al (1993) analisaram os fatores que definem as políticas de dividendos, admitindo como variável dependente o *Payout Ratio*. Como conclusão, sugeriram que a política de dividendos tem uma relação positiva como as definidas por Lintner (1956) e da Teoria de Agência. Logo, estima-se como resultado, uma relação positiva entre o *Payout Ratio* e o *dividend smoothing*.

Com base na literatura (LA PORTA et al, 1999; FACCIO; MARCHICA; MURA et al, 2011), determina-se três formas de mensuração de concentração de propriedade: o percentual de participação do acionista (AC1); a porcentagem média de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas (AC3), e (3) uma variável *dummy* que é igual a 1 se a participação do maior acionista é maior do que 10 por cento. Nesse caso, espera-se que o *dividend smoothing* diminua com a concentração de propriedade.

O indicador de ações por instituição, nesse trabalho representado por INST, é determinado pela porcentagem de ações detidas pelas instituições. De acordo com Javakhadze, Ferris e Sen (2014), as empresas com maior participação institucional praticam mais o *dividend smoothing*. Em vista disso, espera-se que uma relação positiva entre este indicador e a variável de estudo.

O nível de tangibilidade (TANG) é mensurado pela divisão do ativo imobilizado pelo ativo total da empresa no final de cada exercício. Para Titman e Wessels (1988), os ativos tangíveis acabam por auxiliar as empresas a contrair dívidas, na medida em que, no caso de insucesso do investimento, o credor cobrará a garantia ofertada. Além dele, Carvalho, Kayo e Martins (2010) e Hall (2012) também avaliaram a variável. Dessa forma, estima-se que o nível de tangibilidade dos ativos esteja relacionado positivamente com o *dividend smoothing*.

O indicador EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), segundo Assaf Neto (2002, p. 207), equivale ao conceito restrito de fluxo de caixa operacional da empresa apurado antes do cálculo do imposto de renda. Catapan e Colauto (2014) e Vasconcelos (2002) também utilizaram a variável em seu estudo. Neste trabalho, a exemplo do que foi feito no de Javakhadze, Ferris e Sen (2014), calculou-se o

desvio padrão da relação entre esse indicador pelo ativo total das empresas no período. Sendo assim, espera-se nesse trabalho que a relação com a variável dependente seja significativamente positiva.

O indicador do retorno das ações, nessa pesquisa apresentado por SDRETURN, foi mensurado a partir do desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições. O'Hara (2003) utilizou a variável em seu estudo, e em conformidade com Javakhadze, Ferris e Sem (2014), espera-se uma relação positiva com a variável dependente dessa pesquisa.

A variável StockTurnover é calculada pela média anual do índice do volume negociado mensal de ações dividido pelo total de ações em circulação. Guttman et al (2010) preveem que o *dividend smoothing* diminui com o horizonte de investimentos dos investidores. Por conseguinte, estima-se que essa variável tenha relação negativa com o *dividend smoothing*.

A variável idade (idade) representa o número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática. Frank e Goyal (2003) e Lemmon e Zender (2010), argumentam que quando essa variável aumenta as empresas tendem a praticar menos o *dividend smoothing*. Portanto, espera-se que a relação entre essas variáveis seja negativa.

A variável tamanho da empresa (TAM) é determinada pelo Log do total de ativos. De acordo com Gaud, Jani, Hoesli e Bender (2005), nas empresas menores o controle acionário é bastante concentrado, e os gestores podem trocar de projetos com maior facilidade, mesmo que essa troca seja contrária ao interesse dos credores, sendo assim, essa flexibilidade das empresas menores aumenta os custos de agência. Logo, nessas empresas, os conflitos de interesse entre acionistas e credores são maiores. Assim como Gaud et al (2005), Frank e Goyal (2003) e Lemmon e Zender (2010) também utilizaram a variável em suas pesquisas. Sendo assim, estima-se que a variável tamanho da empresa tenha uma relação negativa com o *dividend smoothing*.

A variável *dummy* para Indústria (SETOR), apresenta o controle dos resultados através dos setores aos quais as empresas estão relacionadas. A classificação dada pelo Economática é dada por 18 setores, sendo que uma das classificações é "outros", totalizando 246 empresas nessa categoria. Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010), avaliaram a *dummy* em seu estudo. Para essa análise, estima-se que a relação com a variável de estudo seja positiva.

Para os países em que as empresas estão sediadas, controlou-se o nível de concentração atribuindo variáveis *dummy* (PAISSEDE) para os países considerados na

amostra, considerando 1 para o Brasil e 2 para o México, pois as condições políticas, macroeconômicas e legais desses países podem resultar em maiores ou menores níveis de *dividend smoothing*.

O Quadro 2 resume as variáveis utilizadas na pesquisa.

Quadro 2: Variáveis de estudo

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Efeito	Autores
<i>Dividend smoothing</i>	SOA	$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$?	(1); (2); (3); (4) e (5)
Índice de percepção de corrupção	CPI	Site da Transparência Internacional		(+)	(6) e (7)
Indústria	HHI	Índice de Herfindahl-Hirschman - calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria		(+)	(1); (8); (9) e (10)
Índice <i>Market-to-book</i>	MB	(Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos - valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos	Econômica	(+)	(1); (11); (12)
CASHAT	CASHAT	Caixa / ativo total	Econômica	(+)	(1)
Índice de pagamento de dividendos	PAYOUT RATIO	Dividendos pago / lucro líquido	Econômica	(-)	(1); (5); (13) e (14)
Concentração de propriedade	AC1 ou AC3	Nas regressões (1); (3) e (5) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2); (4) e (6) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas)	Econômica	(-)	(1); (15) e (16)
Ações por instituição	INST	Porcentagem de ações detidas por instituições	Econômica	(+)	(1)
Tangibilidade	TANG	ativo imobilizado / ativo total	Econômica	(-)	(1); (17); (18) e (19)
Risco operacional	SDEBIT	Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra	Econômica	(+)	(1); (20); (21) e (22)
Retorno das ações	SDRETURN	Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições	Econômica	(+)	(1) e (23)
Volume de negociação	STOCK TURNOVER	A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação	Econômica	(-)	(1) e (13)
Idade da empresa	IDADE	O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática	Econômica	(-)	(1); (24) e (25)
Tamanhos	TAM	Log do total de ativos	Econômica	(-)	(1); (24); (25) e (26)
Sector	SETOR	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Econômica		(1) e (27)
País	PAISSEDE	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Econômica		(1)

Notas i. Autores: (1) Javakhadze, Ferris e Sen (2014); (2) Fama e Bebiak (1968); (3) Dewenter e Warther (1998); (4) Brav et al (2005); (5) Leary e Michaely (2011); (6) Avnimelech et al (2011, 2014); (7) Bologna e Ross (2015); (8) Sun e Shao (2009); (9) Tirole (1988); (10) Hall (2005); (11) Santanna et al (2003); (12) Lang and Litzenger (1989); (13) Guttman et al (2010); (14) Alli et al (1993); (15) La Porta et al (1999); (16) FACCIO, MARCHICA E MURA et al (2011); (17) Titman e Wessels (1988); (18) Carvalho, Kaio e Martins (2010); (19) Hall (2012); (20) Catapan e Colauto (2014); (21) Vasconcelos (2002); (22) Assaf Neto (2002); (23) O'Hara (2003); (24) Frank e Goyal (2003); (25) Lemmon e Zender (2010); (26) Gaud et al (2005); (27) Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010).

2.3.2. Modelos de pesquisa e técnicas econométricas

A seguir, apresenta-se as regressões para a análise da relação do *dividend smoothing* com as variáveis teste (INST, HHI e CPI).

2.3.2.1. Regressão da relação do *dividend smoothing* e estrutura de propriedade

Para analisar a estrutura de propriedade com relação ao *dividend smoothing*, verifica-se a seguinte regressão:

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 PAISSEDE_{it} + \varepsilon$$

Modelo 1

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC3_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 PAISSEDE_{it} + \varepsilon$$

Modelo 2

Onde,

SOA = velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

MB = valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT = dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO= são os dividendos totais dividido pelo lucro líquido;

INST= o percentual de ações detidas por instituições;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

SETOR = variável *dummy* para indústria;

PAÍS = variável *dummy* para países e;

ε = erro.

2.3.2.2. Regressão da relação do *dividend smoothing* e os efeitos de competição e de informação

Examina-se o papel que a concorrência da indústria e da informação exerce sobre o comportamento do *dividend smoothing*. Para essa análise, tem-se a seguinte regressão:

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1HHI_{it} + B_2MB_{it} + B_3CASHAT_{it} + B_4PAYOUTRATIO_{it} + B_5AC1_{it} + \\ & B_6INST_{it} + B_7TANG_{it} + B_8SDEBIT_{it} + B_9SDRETURN_{it} + \\ & B_{10}STOCKTURNOVER_{it} + B_{11}IDADE_{it} + B_{12}TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \\ & B_{13}PAISSEDE_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 3

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1HHI_{it} + B_2MB_{it} + B_3CASHAT_{it} + B_4PAYOUTRATIO_{it} + B_5AC3_{it} + \\ & B_6INST_{it} + B_7TANG_{it} + B_8SDEBIT_{it} + B_9SDRETURN_{it} + \\ & B_{10}STOCKTURNOVER_{it} + B_{11}IDADE_{it} + B_{12}TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \\ & PAISSEDE + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 4

Onde,

SOA= velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

HHI = o Índice Herfindahl-Hirschman da competitividade da indústria estimado para cada indústria;

MB= valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT= dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO = dividendos comuns divididos pelo lucro líquido;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

INST = variável *dummy* para o percentual de ações detidas por instituições;

TANG= net imóveis, instalações e equipamentos escalados pelo ativo total;

SDEBIT = desvio-padrão da relação de EBITDA sobre ativos no período da amostra;

SDRETURN= o desvio padrão anual de retornos mensais de ações, incluindo distribuições;

STOCKTURNOVER= a média anual do índice de volume mensal negociado das ações ao total de ações em circulação;

IDADE= número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no banco de dados;

TAM = o log natural de ativos;

SETOR = variável *dummy* para indústria e;

PAISSEDE = variável *dummy* para países e ε o erro.

2.3.2.3. Regressão da relação do *dividend smoothing* e proteção aos investidores e regime fiscal

Estudos anteriores, tais como La Porta et al (2002), Leary e Michaely (2011) alegam que as empresas tendem a pagar maiores dividendos quando os seus acionistas minoritários desfrutam de proteções mais fortes. Sendo assim, nesse trabalho verifica-se a regressão:

$$\text{SOA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CPI}_{it} + \beta_2 \text{MB}_{it} + \beta_3 \text{CASHAT}_{it} + \beta_4 \text{PAYOUTRATIO}_{it} + \beta_5 \text{AC1}_{it} + \beta_6 \text{INST}_{it} + \beta_7 \text{TANG}_{it} + \beta_8 \text{SDEBIT}_{it} + \beta_9 \text{SDRETURN}_{it} + \beta_{10} \text{STOCKTURNOVER}_{it} + \beta_{11} \text{IDADE}_{it} + \beta_{12} \text{TAM}_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n \text{SETOR}_{it} + \beta_{13} \text{PAISSEDE}_{it} + \varepsilon$$

Modelo 5

$$\text{SOA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CPI}_{it} + \beta_2 \text{MB}_{it} + \beta_3 \text{CASHAT}_{it} + \beta_4 \text{PAYOUTRATIO}_{it} + \beta_5 \text{AC3}_{it} + \beta_6 \text{INST}_{it} + \beta_7 \text{TANG}_{it} + \beta_8 \text{SDEBIT}_{it} + \beta_9 \text{SDRETURN}_{it} + \beta_{10} \text{STOCKTURNOVER}_{it} + \beta_{11} \text{IDADE}_{it} + \beta_{12} \text{TAM}_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n \text{SETOR}_{it} + \beta_{13} \text{PAISSEDE}_{it} + \varepsilon$$

Modelo 6

Onde,

SOA= velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

CPI = Índice de Percepção de Corrupção;

MB= valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT= dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO= dividendos comuns divididos pelo lucro líquido;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

INST = variável *dummy* para o percentual de ações detidas por instituições;

TANG = net imóveis, instalações e equipamentos escalados pelo ativo total;

SDEBIT= desvio-padrão da relação de EBITDA sobre ativos no período da amostra;

SDRETURN= o desvio padrão anual de retornos mensais de ações, incluindo distribuições;

STOCKTURNOVER= a média anual do índice de volume mensal negociado das ações ao total de ações em circulação;

IDADE= número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no banco de dados;

TAM = o log natural de ativos;

SETOR = variável *dummy* para indústria e;

PAISSEDE = variável *dummy* para países e ϵ o erro.

As variáveis foram “winsorizadas” com o intuito de tratar os *outliers*, porém a variável CPI não foi tratada, os dados de 2011 para México (0.30) e 2012 para Brasil (0.43) apresentaram valores abaixo e 1,5 IQ acima da mediana respectivamente. Da mesma forma, para identificar problemas de autocorrelação e multicolinearidade, realizou-se o teste de correlação de Pearson e o teste VIF (*Variance Inflation Factors*). Em seguida, os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman foram analisados para identificação do modelo de regressão mais adequado para o estudo. Por fim, realizaram-se os testes de autocorrelação (teste de Wooldridge) e heterocedasticidade (teste de Wald) no modelo.

2.4. Resultados

Previamente aos resultados, apresenta-se a matriz de correlação das variáveis da pesquisa (Tabela 1). Verifica-se que entre as variáveis de teste, a que apresentou maior correlação foi entre o CPI e HHI (17%). Quanto as variáveis de controle, tem-se que a AC1, AC3, STOCKTURNOVER e TAM foram as únicas com valores superiores a 40%, sendo a maior entre STOCKTURNOVER e AC3 (47%). Mas essa correlação não interfere significativamente nos resultados haja visto que todas são variáveis de controle. Sendo assim, não se verificou possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis.

Tabela 1: Matriz de correlação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
SOA (1)	1													
HHI (2)	-0.02	1												
CPI (3)	-0.04*	-0.17*	1											
MB (4)	0.00	-0.01	-0.07*	1										
CASHAT (5)	0.00	0.06*	0.08*	0.13*	1									
PAYOUTRAT (6)	0.09*	-0.20*	-0.00	-0.04*	-0.09*	1								
AC1 (7)	-0.03	-0.17*	0.07*	0.01	0.00	0.01	1							
AC3 (8)	-0.02	-0.16*	0.09*	-0.03	-0.03*	0.02	0.87*	1						
TANG (9)	-0.03*	0.12*	-0.20*	-0.02	-0.19*	0.01	-0.13*	-0.10*	1					
SDEBIT (10)	-0.04*	-0.25*	0.12*	0.25*	0.11*	0.21*	0.10*	0.11*	-0.18*	1				
SDRETUR (11)	-0.02	-0.18*	-0.02	-0.00	-0.10*	0.30*	-0.01	0.01	-0.01	0.27*	1			
STOCKTURN (12)	0.04*	0.28*	-0.00	0.10*	0.23*	-0.12*	-0.40*	-0.47*	-0.11*	-0.01	-0.11*	1		
IDADE (13)	-0.01	0.12*	0.18*	-0.07*	-0.18*	-0.01	-0.05*	-0.02	0.12*	0.03*	-0.04*	-0.30*	1	
TAM (14)	-0.02	0.53*	-0.19*	-0.22*	-0.06*	-0.29*	-0.23*	-0.27*	0.19*	-0.50*	-0.34*	0.42*	-0.09*	1

Notas: * Significante a menos de 5%. SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + e_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; HHI (Índice de Herfindahl-Hirschman) – calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUTRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (1); (3) e (5) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2); (4) e (6) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) – ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN – Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática; TAM (tamanho da empresa) – Log do total de ativos.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis da amostra da pesquisa, mostrando os resultados da média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo de cada variável.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis

VARIÁVEIS	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MIN	MAX
SOA	4,362	0.101731	0.22256	-0.69151	0.729806
CPI	10,090	37.23479	3.567466	30	43
AC1	4,296	53.41156	29.30433	0.138775	100
AC3	4,296	70.48529	24.54526	0.138775	100
INST	4,134	0.820271	0.384008	0	1
TANG	6,033	0.294272	0.271094	0	0.9949
IDADE	7,226	5667.86	2928.082	10	10955
HHI	6,013	0.00024	0.000415	8.08E-11	0.001128
MB	3,751	1.517392	0.694498	0.796298	3.0527
CASHAT	5,626	0.086162	0.091597	0.001346	0.289598
PAYOUSRATIO	4,171	0.25029	0.348863	0	1.01
SDEBIT	7,250	0.067614	0.051882	0.018888	0.1688
SDRETURN	3,608	11.11681	6.013396	4.021258	25.02426
STOCKTURNOVER	7,007	0.150757	0.239729	0	0.606534
TAM	6,045	9.186808	1.047677	6.882984	10.71626

Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; HHI (Índice de Herfindahl-Hirschman) – calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUSRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (1); (3) e (5) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2); (4) e (6) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) – ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN – Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Econômica; TAM (tamanho da empresa) – Log do total de ativos.

A Tabela 3, apresenta a média de todas as variáveis para os países da análise. Observa-se que as variáveis teste INST, CPI e HHI apresentaram-se diferentes para o Brasil e México, devido ao fato do $F < 0.01$. As empresas mexicanas apresentam em média uma menor competição dentro de seus setores (HHI) que as empresas brasileiras. Observa-se também que a média do índice de percepção de corrupção (CPI) para o México se apresenta menor. Mas ressalta-se que o CPI é uma variável analisada inversamente, quanto mais baixo o seu índice, maior o seu grau de percepção de corrupção. Sendo assim, a média indica que a percepção de corrupção nas empresas do México é maior que das empresas do Brasil. Do mesmo modo, outras variáveis como AC1, AC3, TANG, IDADE, PAYOUSRATIO, SDEBIT, SDRETURN, STOCKTURNOVER e TAM também apresentaram médias

diferentes para os países. Apesar disso, observa-se que a média do SOA para o Brasil e México não são diferentes pois, o $F = 1,53$ não foi significativo.

Tabela 3: Média dos determinantes do SOA para os países da amostra

Variável	Brasil		México		F
	Obs.	Média	Obs.	Média	
SOA	3,313	0.10	1,049	0.09	1.53
CPI	8,150	38.10	1,940	33.60	3311.39***
AC1	4,050	53.76	246	47.60	10.30***
AC3	4,050	71.18	246	59.04	57.51***
INST	3,890	0.84	244	0.55	129.24***
TANG	4,916	0.27	1,117	0.39	164.8***
IDADE	5,546	5815.97	1,680	5178.91	61.55***
HHI	4,890	0.000176	1,123	0.000519	695.71***
MB	2,826	1.52	925	1.51	0.25
CASHAT	4,912	0.09	714	0.08	0.22
PAYOUSRATIO	3,999	0.25	172	0.18	6.25**
SDEBIT	5,890	0.07	1,360	0.04	428.13***
SDRETURN	2,724	11.89	884	8.75	191.76***
STOCKTURNOVER	5,403	0.15	1,604	0.16	3.160*
TAM	4,920	8.97	1,125	10.12	1339.25***

Notas: Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + e_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); MB (Índice *Market-to-book*) - (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos - valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT - caixa/ativo total; PAYOUSRATIO (Índice de pagamento de dividendos) - Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Na regressão (1) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e na regressão (2) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) - ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN - Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática; TAM (tamanho da empresa) - Log do total de ativos. ***, ** e * significante a menos de 10%, 5% e 1%.

Na Tabela 4, apresenta-se todas as regressões de forma que se possa fazer a análise de todas as variáveis e analisar as hipóteses da pesquisa.

A primeira análise que se faz é a de que a variável PAISSEDE não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos, o que significa que apesar das diferenças na econômicas, legais e normativas sobre dividendos, as empresas de Brasil e México comportam-se de forma semelhante no que diz respeito à prática de *dividend smoothing*. Os efeitos da estrutura de propriedade, da competição e informação e da proteção do investidor e regime fiscal sobre o *dividend smoothing* parecem ser os mesmos independentemente do país.

Nos modelos 1 e 2 faz-se a análise da relação do *dividend smoothing* e a estrutura de propriedade. Para essa análise utiliza-se as variáveis INST que informa quais empresas são institucionais, AC1 que apresenta o maior acionista e AC3 que mostra a média dos três maiores acionistas. Ao contrário da expectativa (Quadro 2), não foi encontrada uma relação significava. Portanto, não se aceita a hipótese para as empresas brasileiras e mexicanas de que quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do *dividend smoothing*.

Apesar disso, os resultados apresentaram variáveis com significância. Tem-se que o índice *market-to-book* tem uma relação positiva e significativa a nível de $p < 0.01$ com o SOA, informando que quanto maior as oportunidades de crescimento das empresas mais elas ajustam os seus dividendos. Esse resultado vai em acordo com o encontrado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014), as empresas com baixo *market-to-book* devem ajustar mais rapidamente os seus dividendos e, portanto, realizam menos *dividend smoothing*. Segundo os autores, as empresas com uma baixa relação *market-to-book* são susceptíveis de ter excesso de caixa em relação às oportunidades de investimento rentáveis (JENSEN, 1986), o que aumenta os problemas de agência. Ou seja, maior *market-to-book*, maiores as oportunidades de crescimento o que diminui os problemas de agência entre gestores e acionistas, fazendo com que ajustem mais rapidamente seus dividendos ao dividendo alvo, suavizando menos os dividendos.

Outra relação significativa, porém inversa com a variável teste foi a PAYOUTRATIO, onde apresentou $p < 0.01$, mostrando que quanto maior o índice de pagamento de dividendos menor a velocidade (maior o *dividend smoothing*), o que é um resultado controverso com a literatura. Esperava-se que a empresa que paga mais dividendos aos seus acionistas reduz o conflito de agência entre gestores e acionistas, porque deixa a disposição da empresa um fluxo de caixa livre menor, e entre majoritários e minoritários pois parte do retorno é distribuído e não acumulado, portanto não expropriado, na forma de dividendos, o que aumenta a velocidade de ajuste, reduzindo a suavização de dividendos. Talvez pelo fato dos países analisados possuírem um regime *Civil Law* com baixa proteção aos acionistas, a distribuição de dividendos possa ser um substituto à essa baixa proteção (LA PORTA et al, 2000).

Para os modelos 3 e 4, utiliza-se o índice de Herfindahl (HHI) como variável de teste para analisar a relação do *dividend smoothing* e os efeitos de competição e de informação. Há uma relação significativa positiva, $p < 0.01$, indo de acordo com o trabalho de referência, indicando que quanto maior a concentração da indústria (menor concorrência) na economia,

menor a assimetria de informação, portanto mais rápido elas tendem a ajustar os seus dividendos, sendo assim, um menor *dividend smoothing*. Por outro lado, as empresas que estão em setores competitivos encaram menos conflitos de agência, pois os gestores dessas empresas recebem altos incentivos para diminuir a folga e maximizar os lucros (MACHLUP, 1967; RAITH, 2003) e quando esses gestores enfrentam uma maior concorrência pelo capital nessas empresas, eles são mais predispostos a realizar as preferências dos investidores (BAKER; WURGLER, 2004).

Assim como nos modelos 1 e 2, a variáveis MB e PAYOUTRATIO tiveram a mesma relação com a variável teste. Além delas, a variável IDADE apresentou uma relação negativa significativa, $p < 0.01$, com o *dividend smoothing*. Indicando que os gestores de novas empresas tendem a ajustar mais rapidamente, suavizar mais os seus dividendos, praticando menos o *dividend smoothing*, visto que, as empresas mais velhas são relativamente mais conhecidas pelos investidores, logo enfrentam um menor grau de assimetria de informação sobre perspectivas futuras (EDDY; SEIFERT, 1998). Além disso, a teoria da sinalização sugere que essas empresas possuem um maior incentivo para suavizar seus dividendos desde que a informação dos dividendos seja significativamente alta para as pequenas empresas. (GHOSH; WOOLRIDGE, 1988; DEWENTER; WARHER, 1998). Logo, aceita-se a hipótese 2, onde as empresas em que o efeito da competição é maior e que a assimetria de informação é maior a prática do *dividend smoothing* é maior.

Nos modelos 5 e 6, utiliza-se o índice de percepção de corrupção para a análise da relação do *dividend smoothing* e a proteção aos investidores e o regime fiscal. Nos resultados, a variável teste apresenta uma relação negativa com o SOA, a nível de $p < 0.01$, porém deve-se analisar inversamente devido ao fato que, quanto menor o índice, maior o seu grau de corrupção do país. Sendo assim, observa-se que quanto maior o índice de corrupção, maior é a velocidade de ajustamento nos países da amostra, logo as empresas praticam menos o *dividend smoothing*. Isso implica, de acordo com o referencial, que tanto as taxas de juros e impostos tem relações significativamente positivas com o grau de *dividend smoothing* (JEONG, 2013). Sendo assim, os resultados indicam que fatores de corrupção do mercado financeiro podem desempenhar um papel crítico na compreensão do comportamento de dividendos em mercados emergentes.

Verifica-se também, que quando há influência dos impostos e juros relacionados com o *dividend smoothing*, a variável SDRETURN tem relação negativa significativa a um nível de $p < 0.05$ com a variável dependente. Isso significa que o SOA aumenta quando o retorno

de ações diminui e é menor seu *dividend smoothing*. Ou seja, uma vez que o retorno das ações é menor, indica que os acionistas preferem receber os dividendos mesmo na presença de projetos com perspectivas positivas e não estão dispostos a esperar retorno de oportunidades de investimento.

Outra variável significativa nos modelos 5 e 6, foi a variável que mede o tamanho da empresa (TAM). Analisando a Tabela 4 verifica-se que quanto maior a empresa, maior é a sua velocidade de ajustamento. Uma empresa que não está crescendo o pagamento fixo de dividendos é a melhor política de dividendos (ROZYCKI, 1997). Os resultados vão de acordo com a expectativas indicando que empresas pequenas tendem a praticar menos o *dividend smoothing*. Sendo assim, depois de todas as análises, aceita-se a hipótese 3 onde as empresas cuja proteção legal e o regime fiscal protegem mais o acionista contra problemas de agência a prática do *dividend smoothing* é menor.

Tabela 4: Regressões dos Modelos 1, 2, 3, 4, 5 e 6

Variáveis		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Variáveis de controle nível da firma, setor e país	CONSTANTE	0.03	0.01	-0.43	-0.45	-0.53	-0.56
	MB	0.07***	0.07***	0.06***	0.06***	0.07***	0.07***
	CASHAT	0.13	0.13	0.10	0.11	0.09	0.09
	PAYOUTRATIO	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.06***	-0.07***	-0.07***
	SETOR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	PAISSEDE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Estrutura de propriedade Hipótese H ₁	INST	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	AC1	0.00		0.00		0.00	
	AC3		0.00		0.00		0.00
Competição e Informação Assimétrica Hipótese H ₂	HHI			137.02**	136.69**		
	TANG			0.04	0.04	0.03	0.03
	SDEBIT			0.00	0.00	0.00	0.00
	SDRETURN			0.00	0.00	-0.00**	-0.00**
	STOCKTURNOVER			-0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	IDADE			-0.00***	-0.00***	-0.00***	-0.00***
	TAM			0.07	0.07	0.10**	0.10**
Proteção aos investidores Hipótese H ₃	CPI					-0.01***	-0.01***
N		1926	1926	1735	1735	1735	1735
R ² Ajustado		0.031	0.031	0.079	0.079	0.082	0.083
VIF Médio		1.09	1.09	1.58	1.4	1.26	1.27
Breusch-Pagan		268.58***	267.49***	151.45***	149.57***	166.18***	163.58***
Chow		2.89***	2.89***	2.94***	2.93***	2.83***	2.82***
Hausman		42.48***	42.34***	85.28***	86.61***	81.65***	82.96***

Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUTRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (1); (3) e (5) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2); (4) e (6) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) – ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN – Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática; TAM (tamanho da empresa) – Log do total de ativos; SETOR – Variável categórica transformada em *dummy* de controle; PAISSEDE – Variável categórica transformada em *dummy* de controle. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled* OLS, o resultado foi Prob > chi2 = 0.0000, tanto para o Modelo 1 quanto para o Modelo 2, logo o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled* OLS, acusou Prob > F = 0.0000, tanto para o Modelo 1 quanto para o Modelo 2 e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Hausman, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ou efeitos fixos, acusou Prob > chi2 = 0.0000, sendo assim, o modelo de painel mais adequado para as duas equações foi o de efeitos fixos. ***, ** e * significante a menos de 10%, 5% e 1%.

2.5. Considerações Finais

Este trabalho se propôs a estudar as empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2006 a 2015, com a intenção de constatar se a estrutura de propriedade, os efeitos de competição e informação e a proteção do investidor e regime fiscal têm alguma relação com o *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas.

Um primeiro resultado é que apesar das diferenças institucionais e legais de dividendos entre México e Brasil as empresas desses países adotam práticas de *dividend smoothing* semelhantes. O *payout* e o crescimento das empresas parecem explicar mais o *dividend smoothing* que as diferenças institucionais e legais sobre dividendos entre estes países.

Com relação à análise do *dividend smoothing* e a estrutura de propriedade analisaram-se as variáveis que representam quais empresas são institucionais, a variável que apresenta o maior acionista e a variável que mostra a média dos três maiores acionistas. Apesar da expectativa, de que a estrutura de propriedade influencia na realização do *dividend smoothing*, nossos resultados apontam que não foi encontrada uma relação significativa entre as variáveis analisadas. Ou seja, estrutura de propriedade mostrou-se irrelevante.

Com relação a análise do *dividend smoothing* e os efeitos de competição e de informação analisa-se o índice de Herfindahl, os resultados mostram que quanto menor a concorrência na economia, menor é a assimetria de informação, logo as empresas tendem a

ajustar mais rapidamente os seus dividendos praticando um menor *dividend smoothing*. Além disso, as empresas que possuem maior competitividade, seus gestores recebem incentivos para reduzir a folga e aumentar os lucros, sendo assim, apresentam menos conflitos de agência (MACHLUP, 1967; RAITH, 2003) e quando esses gestores defrontam com maior concorrência nessas empresas, eles são mais suscetíveis a exercer o interesse dos investidores (BAKER; WURGLER, 2004).

Com relação a análise da relação do *dividend smoothing* e a proteção aos investidores e o regime fiscal analisa-se o Índice de Percepção de Corrupção chegando a conclusão de que quanto maior o índice, menos as empresas praticam o *dividend smoothing*. Logo, conclui-se que os fatores que indicam a corrupção no mercado financeiro têm capacidade de executar um papel decisivo no comportamento dos dividendos no mercado emergente.

A importância destes achados, se faz, nos resultados que eles fornecem sobre as políticas de dividendos tanto do Brasil quanto do México. A prática do *dividend smoothing* vem sendo observada em todo o mundo e, esses resultados indicam a presença tanto do efeito de agência quanto ao efeito de assimetria de informação nas decisões das empresas em realizar o *dividend smoothing*. A principal implicação é que uma vez estabelecida a política de dividendos da empresa, aumentar ou diminuir bruscamente a distribuição de dividendos gera sinalizações ao mercado impactando em flutuações no valor do preço da ação da empresa. Para evitar essas sinalizações e flutuações as empresas brasileiras e mexicanas adotam a prática do *dividend smoothing* quando há: maiores expectativas de crescimento, menores *payout ratios*, maior concorrência, menores retornos, menor tempo de listagem na bolsa, maior tamanho e menor proteção legal aos investidores.

Desta feita, as conclusões desta pesquisa ficam restritas à amostra, às técnicas multivariadas e econométricas utilizadas e aos modelos desenvolvidos, sugerindo-se como novas pesquisas a utilização de outras técnicas estatísticas, outros modelos e variáveis. Para trabalhos futuros pretende-se analisar uma amostra com diversos países para confrontar com os resultados obtidos nesse trabalho.

O Quadro 3 apresenta um resumo abordando os objetivos do capítulo, seus principais autores e determinantes e os resultados encontrados nessa pesquisa.

Quadro 3: Quadro resumo - Capítulo 2

Objetivos	Principais autores e determinantes	Resultados
Analisar os determinantes do <i>dividend smoothing</i> nas empresas brasileiras e mexicanas para identificar as diferenças e a forma como estas empresas ajustam seus dividendos ao longo do tempo	Estrutura de propriedade. Principais autores: La Porta (2000), Faccio, Marchica e Mura (2011); Jeong (2013).	Ao contrário da expectativa, não se aceita a hipótese para as empresas brasileiras e mexicanas de que quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do <i>dividend smoothing</i> .
	Efeitos de competição e informação. Principais autores: Machlup (1967); Raith, (2003); Baker e Wurgler, (2004).	Os resultados mostram que quanto menor a concorrência na economia, menor é a assimetria de informação, logo as empresas tendem a ajustar mais os seus dividendos praticando um menor <i>dividend smoothing</i> .
	Proteção aos investidores e regime fiscal. Principais autores: Rozycki (1997), Pinkowitz et al (2006); Alzahrani e Lasfer (2012); Jeong (2013).	Os resultados mostram que quanto maior o índice, menos as empresas praticam o <i>dividend smoothing</i> . Logo, conclui-se que os fatores que indicam a corrupção no mercado financeiro têm capacidade de executar um papel decisivo no comportamento dos dividendos no mercado emergente.

Nota: Quadro elaborado pelo autor

CAPÍTULO 3: UMA ANÁLISE DO *DIVIDEND SMOOTHING* NAS EMPRESAS INTERNACIONALIZADAS DO BRASIL

3.1. Introdução

Os dividendos vêm sendo um tema de grande interesse para pesquisas desde o trabalho de Miller e Modigliani (1961) postularam sobre sua irrelevância. Miller e Modigliani (1961) afirmam que numa economia de concorrência perfeita se a distribuição de dividendos não afeta os fluxos de caixa livres para os investimentos da empresa os dividendos seriam irrelevantes.

Nessa pesquisa, explora-se uma parte da política de dividendos que tem sido pouco analisada: o *dividend smoothing*. Autores como Lintner (1956), Fama e Babiak (1968) e Brav et al (2005) concluem em suas pesquisas que os gestores buscam oferecer dividendos estáveis e previsíveis aos seus acionistas, sendo assim, as empresas ao invés de fazerem mudanças radicais em seus dividendos, buscam fazer ajustes parciais e periódicos. Atualmente, alguns autores como Lambrecht e Myers (2010) e Leary e Michaely (2011) apresentam interesse no assunto, em função dos poucos estudos que analisam o porquê de as empresas praticarem o *dividend smoothing*.

Apesar dos estudos escassos, há diversas teorias que buscam explicar o *dividend smoothing*. Entre elas, a teoria da agência e a teoria da assimetria de informação. Fudenberg e Tirole (1995) e Allen et al (2000) declaram que as empresas que possuem maior conflito de agência tendem a praticar mais o *dividend smoothing* para abrandar o conflito de agência entre gestores e acionistas. Por outro lado, tem-se também que a assimetria de informação influencia no *dividend smoothing*. De acordo com os autores, Brennan e Thakor (1990), Guttman et al (2010), as empresas em que mais praticam o *dividend smoothing* são aquelas em que os acionistas possuem piores capacidades de analisar os lucros e o valor da organização, portanto empresas com maior assimetria de informação.

Neste trabalho, avalia-se a teoria da agência e da assimetria de informação para explicar a prática do *dividend smoothing* em empresas multinacionais do Brasil. A seleção de empresas transnacionais é justificada devido ao aumento exponencial da internacionalização de empresas brasileiras onde, entre os anos de 1990 e 2011, os investimentos globais em internacionalização aumentaram mais de 900%, conforme dados da *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD, 2013). Este fato pode ser explicado, pois,

no atual cenário organizacional, a internacionalização é utilizada por várias empresas com o intuito de aumentar a capilaridade e, por consequência, a rentabilidade dos negócios (ROSS et al, 2002). E, apesar desse crescimento, os estudos que relacionam a internacionalização e o *dividend smoothing* das empresas brasileiras são inexistentes.

Cabe argumentar também que a distribuição de dividendos num contexto de internacionalização pode afetar os fluxos de caixa das empresas. Tendo em vista que as empresas multinacionais possuem maiores oportunidades de investimento, tanto no mercado local quanto nos mercados em que se expandiram internacionalmente, há uma demanda maior pelos fluxos de caixa livre da empresa. Com a demanda pelo fluxo de caixa livre para realização de investimentos espera-se que haja uma menor distribuição dos dividendos aos acionistas destas empresas de forma abrupta para ajustar as demandas de investimento, e, portanto, menor a prática de *dividend smoothing*. Se por um lado a internacionalização minimiza os problemas de agência tipo I ao não deixar caixa em excesso aos gestores, por outro a maior distância geográfica e cultural entre os mercados, gestores e acionistas pode aumentar a assimetria de informação fazendo com que as empresas adotem mais a prática do *dividend smoothing*. Ou seja, o fato da empresa se internacionalizar pode interferir nas decisões da política de *dividend smoothing* das empresas.

Neste sentido, a questão que norteia esta pesquisa é: Qual o impacto da internacionalização na prática do *dividend smoothing* das empresas transnacionais brasileiras?

Assim, tem-se como objetivo avaliar o impacto da internacionalização, a partir da captação de recursos no exterior, na prática do *dividend smoothing* de empresas transnacionais brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).

Quanto aos objetivos específicos, destacam-se:

- Analisar a relação internacionalização e *dividend smoothing*;
- Analisar se Teoria da Agência e Teoria da Assimetria Informacional explicam o *dividend smoothing*;
- Analisar os efeitos da internacionalização das empresas brasileiras a partir da captação de recursos no exterior na prática do *dividend smoothing*.

A justificativa para a pesquisa, faz-se devido ao fato de que não existem pesquisas que relacionam a internacionalização de empresas a partir da captação de recursos e a prática de *dividend smoothing*. Portanto este trabalho traz novos testes à aplicabilidade da Teoria da Agência e da Assimetria Informacional para explicar a prática de *dividend smoothing*, pela ótica da captação de recursos externos ao País.

3.2. Referencial teórico

3.2.1. Internacionalização

No âmbito empresarial, entende-se por internacionalização o processo em que uma ou mais atividades desenvolvidas pela empresa se dá fora do país de origem (CALOF; BEAMISH, 1995; MEYER, 1996; FREIRE, 2001). Este processo se tornou possível com a abertura dos mercados, onde o acesso a informação e a redução de obstáculos resultantes da globalização passaram a ser trabalhados pelas empresas, a fim de maximizar seus resultados através de novas praças, tecnologias, etc.

Os primeiros estudos sobre internacionalização desenvolvidos por Johanson e Vahlne (1977) são anteriores a esta abertura e citam entre as atividades de internacionalização, dentre outras: importação, exportação, abertura de filiais ou franquias, utilização de patentes, fornecedores. Segundo os autores, o processo de ingresso a um novo país se dá por etapas e levam em consideração, além da necessidade de expansão, a distância cultural e psicológica entre os mercados.

No Brasil é possível observar este comportamento, já que grande parte das transnacionais iniciou o processo de internacionalização em países da América Latina (FREIRE, 2001). Neste contexto, as variáveis utilizadas nesta pesquisa, FORNEXT (fornecedores no exterior), ENDEXT (endividamento no exterior) e MULT (empresas multinacionais), corroboram com esse movimento, já que, grande parte das empresas brasileiras que se internacionalizaram tem como principal foco o mercado sul-americano.

Com relação ao *dividend smoothing*, o estágio inicial da internacionalização se traduz como uma oportunidade de investimento e crescimento da empresa. Nesse sentido, a internacionalização faz com que a empresa necessite de mais recursos para realizar investimentos reduzindo assim a distribuição de dividendos. Após a maturação dos investimentos relacionados a internacionalização, a empresa passa a colher os benefícios o que aumenta o retorno e conseqüentemente os lucros e a distribuição de dividendos.

Assim, a empresa deveria distribuir menos dividendos nos estágios iniciais de internacionalização e mais dividendos após a maturação dos investimentos. Por outro lado, a empresa deve manter uma estabilidade na sua distribuição de dividendos, tendo em vista que os acionistas podem interpretar esse aumento ou diminuição da distribuição de dividendos com uma sinalização ao mercado de um baixo crescimento ou de uma estagnação da empresa

que significaria expectativas de lucros futuros menores ou maiores empurrando o preço da ação para baixo ou para cima respectivamente.

3.2.2. Teoria da Agência e estudos empíricos

A Teoria da Agência surgiu nos anos 70 após publicação de Jensen e Meckling (1976) quando analisaram os conflitos de interesses que havia entre os acionistas e os gestores e entre estes e os credores. Além disso, os mesmos autores, definem a Teoria da Agência como sendo um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) empregam uma outra (o agente) para desempenhar alguma tarefa a seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão para o agente. No mesmo sentido, Hendriksen e Breda (1999) definem a Teoria de Agência como um modelo de tomada de decisão para mais de um indivíduo, em que um indivíduo é o agente e o outro o principal, um cumpre certas tarefas para o outro, o qual se compromete a remunerá-lo. De acordo com os autores citados, há uma relação de agência sempre que um principal contrata outra pessoa que possui habilidades e conhecimento específico (o agente).

Dentre os trabalhos que buscaram relacionar a política de dividendos e teoria de agência, Procianoy e Poli (1996), Silva (2003), Gonzaga e Costa (2009), utilizando diferentes amostras e métodos, confirmaram a hipótese do impacto dos custos de agência na política de dividendos. Já Silva (2004), Bellato, Silveira e Savoia (2006), analisaram o impacto entre a estrutura de propriedade e distribuição de dividendos e ambos chegaram à conclusão de que empresas com maior concentração de ações com direito a voto em poder dos controladores, pagam menos dividendos.

Para Miller e Modigliani (1961), uma das conjecturas do mercado de capitais perfeito é de que não existe conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Porém, para Al-Malkawi, Rafferty e Pillai (2010), essa suposição é questionável na prática quando os proprietários da empresa são distintos de sua gestão. Nessa situação, os gestores são sempre agentes imperfeitos de acionistas pois os interesses não são sempre os mesmos interesses do principal, e eles podem realizar processos que saem caros aos acionistas e esses custos de agência são um custo implícito resultante do potencial conflito de interesse entre acionistas e gerentes corporativos. Analisando que as informações sejam assimétricas, tem-se que o agente ao procurar elevar ao máximo a sua própria utilidade não terá sempre os melhores resultados

esperados pelos os acionistas. Esse conflito entre o agente e o principal dão origem aos conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

O pagamento de dividendos pode auxiliar no alinhamento dos interesses e suavizar os problemas de agência entre gestores e acionistas através da redução dos fundos discricionários disponíveis para gestores, diminuindo as chances de gastarem recursos em planos que não dão lucros ou de outro jeito que não seja lucrativo para os acionistas. Porém, os gestores podem acabar destruindo o valor da empresa e claro, não é interesse dos acionistas. (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG; LITZENBERGER, 1989; FAMA; FRENCH, 2001). Os problemas de agência podem ser resolvidos mediante o pagamento de grandes dividendos aos acionistas (FAMA E JENSEN, 1983).

Em seu estudo, La Porta et. al. (2000) com uma amostra de 4000 empresas de 33 países, analisa as políticas de dividendos e os problemas de agência das grandes corporações. De acordo com os autores, a abordagem do agenciamento e a qualidade da proteção legal recebida pelos acionistas são significantes para o entendimento da política de dividendo dos países analisados. Além disso, empresas que possuem melhor proteção aos acionistas minoritários pagam mais dividendos e as empresas de crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas de crescimento mais lento, consistente com a ideia de que os acionistas legalmente protegidos estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento forem melhores.

A teoria da agência é uma estrutura fundamental por trás de muitas suposições em finanças corporativas. É uma teoria que descreve a complexa situação em que os gestores estão lidando com os ativos dos acionistas. Custos de agência podem surgir através de assimetrias de informação e conflitos de interesse. Quando existem assimetrias de informação, problemas de agência podem incluir suspeita dos investidores de que os gestores não estão agindo pelo melhor interesse dos acionistas. Easterbrook (1984) argumenta que uma vez que os gerentes não recebem qualquer reivindicação residual sobre os lucros da empresa, há um grande risco de desvio entre o interesse dos gestores e a dos investidores. O risco de que os gestores vão agir em seu próprio interesse em vez de maximizar a riqueza dos acionistas são muitas vezes incorrendo em custos de agência (BEBCHUK; FRIED, 2005).

Uma empresa que leva uma grande quantidade de ativos em dinheiro pode ser objeto de problemas de agência. Jensen (1986) descreve os problemas de agência de fluxo de caixa livre e argumentam que os gerentes têm incentivos para deixar que as suas empresas cresçam para além do seu tamanho ideal. Além disso, o autor declara que altos dividendos também

podem reduzir o risco de agência que a gestão vai se envolver em atividades desnecessárias, uma vez que não há simplesmente menos dinheiro disponível.

Allen et al (1999) argumentam que os investidores institucionais podem diminuir os custos de agência devido ao seu acompanhamento, que por sua vez pode reduzir o custo de capital da empresa. Leary e Michaely (2011) apresentam que os gestores podem atrair investidores institucionais se decidir pagar dividendos elevados. Brav et al (2005) constataram que ao entrevistar vários CEOs, CFOs e outros gestores chave em empresas norte-americanas, as empresas realmente não pretende usar os dividendos como uma maneira de atrair a participação institucional.

Sendo assim, Leary e Michaely (2011) preveem que as empresas com grandes conflitos de agências são aguardadas para pagar maiores níveis de dividendos. Eles também concluem que há uma troca entre baixa alavancagem (em ordem para acessar financiamento externo barato) e pagando altos níveis de dividendos (a fim de lidar com questões de agência). Isto leva a uma hipótese de que uma empresa exposta a problemas de agência está praticando o *dividend smoothing*, a fim de pagar constantemente dividendos elevados, preservando uma alavancagem bastante baixa.

3.2.3. Teoria da Assimetria Informacional e estudos empíricos

A Política de Dividendos também pode ser discutida do ponto de vista da assimetria de informação. A assimetria de informação é devida a uma potencial contradição entre gestores e acionistas. Assim, quando os gestores que são proprietários vendem parte de suas ações para os investidores sem qualquer papel na gestão, as informações de assimetria aumentam. (ROZEFF, 1992).

Basiddig e Hussainey (2010) em seu estudo, analisaram a relação entre assimetria de informação e política de dividendos na Grã-Bretanha usando modelos de regressões múltiplas. Como resultados, descobriram que há uma relação negativa significativa entre a política de lucro das ações e a assimetria de informação. De acordo com os autores, os resultados ainda mostram que a assimetria de informação é um fator importante e essencial para definir a política de pagamento de lucros de ações das empresas avaliadas.

Valipor e Rostami (2009) estudaram a assimetria de informação e a política de dividendos na bolsa de Teerã, capital do Irã. Os autores mostram que há uma relação inversa e

significativa entre a assimetria de informação e política de dividendos. Outros resultados apresentam uma relação significativa entre a política de dividendos e saída de ações, porém não existe uma relação significativa entre a política de dividendos e o tamanho da empresa.

Zare, Kiafar, Kanani e Farzanfar (2013) analisaram 88 empresas de Teerã no período de 2003 a 2010 com o intuito de analisar a importância da política de dividendos a partir da perspectiva de sinalização e seus efeitos sobre a assimetria de informações entre a gestão e os investidores e, além disso, comparar o conteúdo da informação relativa deles. Os resultados mostram que a política de dividendos tem relação positiva e significativa com a assimetria de informação de mercado, ou seja, quando a política de dividendos aumenta a assimetria de informação aumenta também. Por outro lado, os resultados dos testes indicam que os investidores são sensíveis às mudanças e quando as mudanças são positivas há aumentos de dividendos, mas quando o dividendo da empresa diminui a informação confunde sua mente e assimetria de informação aumenta.

Em relação ao *dividend smoothing*, Leary e Michaely (2011) dividiu os problemas de assimetria de informação em quatro categorias diferentes: modelos grosseiros de sinalização, modelos agente-principal, assimetria de informação que contribui para as dificuldades financeiras externas e assimetria de informação entre os investidores com base na sua situação informação relativa. Os diferentes modelos de assimetria de informação implicam que as empresas com maior assimetria de informação são mais propensas a aprovar no *dividend smoothing* do que as empresas com menor assimetria de informação (JEONG, 2013).

Após a análise de todo o contexto tem-se a seguinte hipótese:

H4. Empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de *dividend smoothing*.

3.3. Metodologia

3.3.1. Descrição da Amostra e Variáveis

Consideram-se, como amostra, as empresas de capital aberto listadas na Bovespa do Brasil, excluindo-se as empresas financeiras e as que não apresentam índice de internacionalização. A amostra final é composta por 815 empresas. O índice utilizado para

internacionalização são as variáveis FORNEXT (percentual de fornecedores do exterior) ENDNEXT (percentual de endividamento exterior) e MULT (variável *dummy*, 0 para doméstica e 1 para multinacional). Todos os dados estão disponíveis no Economática. O período analisado, 2010 a 2015, se dá devido ao fato de que os dados das variáveis de teste de internacionalização oferecem informações somente a partir de 2010. A variável de teste CPI foi mensurada a partir do site da transparência internacional. As demais variáveis foram coletadas no Economática e ajustadas à inflação para melhor análise e tratadas no software Stata e os resultados foram apresentados através da análise com dados em painel.

Para calcular a velocidade de ajustamento (SOA) medida que calcula o *dividend smoothing* utiliza-se a fórmula tradicional desenvolvida por Fama e Bebiak, 1968, onde o SOA é calculado através da seguinte regressão:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + e_{i,t}$$

Onde, $D_{i,t}$ é o nível alvo de dividendos para a empresa i no ano t dividido pelas ações em circulação, enquanto $E_{i,t}$ é o lucro da empresa por ação no ano t também dividido pelas ações em circulação.

A variável dependente, representada nessa pesquisa como SOA, de acordo com Fama e Bebiak (1968), representa o *dividend smoothing* devido ao fato de mensurar como os dividendos se comportam ao longo do ano em relação a uma mudança de resultados. Para a análise dessa pesquisa, utiliza-se regressões separadas conexas com os sub tópicos do referencial teórico. No Brasil, o estudo dessa variável é bastante restrito, porém, na literatura internacional tem-se diversos autores que averiguaram o comportamento do *dividend smoothing*. Entre eles, Dewenter e Warther, (1998), Brav et al (2005) e Leary e Michaely (2011). O SOA foi calculado para cada uma das empresas avaliadas e analisado como varia entre as empresas analisadas.

Para avaliar se os efeitos de internacionalização influenciam na as empresas na prática do *dividend smoothing* serão utilizadas três variáveis de teste. A FORNEXT é mensurada pela razão dos fornecedores internacionais pelos fornecedores totais da empresa, a fim de obtermos a percentualidade de fornecedores internacionais que a empresa possui. A ENDEXT é calculada pela divisão do nível de endividamento no exterior pelo endividamento total da empresa, com a finalidade de possuirmos a porcentagem de endividamento externo. Para a variável de teste MULT, foi criada uma *dummy*, sendo 0 para as empresas domésticas e

1 para as empresas que possuem fornecedor externo e/ou endividamento externo, ou seja, empresas multinacionais. Com a análise dessas variáveis teste, estima-se que a Internacionalização tenha uma relação negativa com a variável dependente.

Utiliza-se nesse trabalho o Índice de Percepção de Corrupção (CPI), mensurado por pesquisadores da Alemanha desde 1995. O CPI é uma variável que determina o grau de corrupção de um país em uma escala de 0 a 100, atribuindo valores maiores para os países menos corruptos e menores para os países mais corruptos. O indicador em questão, foi acrescido nesse trabalho para substituir a variável que mensura o regime de proteção mencionada na pesquisa de Javakhadze, Ferris e Sen (2014), pois não conseguiu os mesmos dados utilizado pelos autores. Outras pesquisas que avaliaram essa medida, entre eles, Avnimelech et al (2011) e Bologna e Ross (2015), e como base neles, espera-se que o resultado relacionado com o *dividend smoothing* seja positiva.

A medida de concentração da indústria (HHI), mensurada nessa pesquisa pelo índice de Herfindahl, é a soma dos quadrados das quotas de todas as empresas do mercado em uma indústria. Dentre os autores que analisaram essa variável tem-se Tirole (1988), Hall (2005) e Sun e Shao (2009). De acordo com esses estudos, estima-se uma relação positiva do HHI com o *dividend smoothing*.

Para medir a oportunidade de desenvolvimento das empresas, utiliza-se o índice *Market-to-book*, aqui representado como MB. É mensurado pela soma do valor de mercado do capital e valor contábil dos ativos, subtraindo o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos. Dos diversos autores que pesquisaram a variável, cita-se Santanna et al (2003), Lang e Litzenberger (1989) e Carosi (2016). Consequentemente, após o estudo desses autores, espera-se, que o *Market-to-book* esteja associado positivamente com o *dividend smoothing*.

De acordo com Javakhadze, Ferris e Sen (2014), com o nível dos dividendos aumentando, as empresas passar a ser mais atraente para os investidores institucionais, que coagem os gestores dessa empresa a realizar o *dividend smoothing*. A variável que foi atribuída para mensurar esse indicador foi a CASHAT, que é mensurada pela divisão do dinheiro dimensionado pelo ativo total. Portanto, espera-se que a relação do CASHAT com o *dividend smoothing* seja positiva.

Os dividendos distribuídos aos acionistas são atribuídos pelo Índice de Pagamento de Dividendos (PAYOUTRATIO), medido pela razão do dividendo pago pelo lucro líquido. Entre os autores que pesquisaram os fatores que determinam as políticas de dividendos com o

PAYOUTRATIO, tem-se Alli et al (1993), Guttman et al (2010) e Leary e Michaely (2011). Esses autores fazem uma relação positiva da variável com os dividendos. Assim sendo, estima-se um resultado positivo entre as variáveis.

Para a mensuração da concentração de propriedade, de acordo com a pesquisa de base e autores como La Porta et al (1999) e Faccio, Marchica e Mura et al (2011), foram criadas três variáveis distintas. AC1 que mede o percentual de participação do acionista; AC3 que é média das ações ordinárias dos três maiores acionistas da empresa. Assim, espera-se que o *dividend smoothing* diminua com a concentração de propriedade.

Para a análise do indicador de ações por instituições (INST), coletou-se os dados do Economática onde defini a porcentagem de ações detidas por cada empresa. Os autores do artigo base, Javakhadze, Ferris e Sen (2014), declaram que as empresas com maior participação institucional tendem a realizar mais o *dividend smoothing*. Em vista disso, espera-se que uma relação positiva ente este indicador e a variável de estudo.

O nível de tangibilidade (TANG) é mensurado pela divisão do ativo imobilizado pelo ativo total da empresa no final de cada exercício. Assim como Carvalho, Kaio e Martins (2010) e Hall (2012), Titman e Wessels (1988), também analisaram a variável em seu estudo e concluíram os ativos tangíveis ajudam a contrair mais dívidas nas empresas, em decorrência do insucesso do investimento, o credor cobrará a garantia que foi ofertada. Sendo assim, espera-se, nesse trabalho que o SOA tenha uma relação positiva com a TANG.

O indicador EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*) representa o quanto uma empresa produz de recursos somente com suas atividades operacionais, sem contar com as decorrências financeiras e os impostos. Para mensurar essa variável, assim como no estudo base, mensurou-se o desvio padrão da relação entre o EBITDA e o ativo total das empresas da amostra SDEBIT. Além dele, outros autores como Catapan e Colauto (2014) e Vasconcelos (2002) também utilizaram a variável em seu estudo. Sendo assim, estima-se nesse trabalho que a relação com a variável dependente seja positiva.

A variável SDRETURN, que é um indicador do retorno das ações foi calculada realizando o desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições. Assim como Javakhadze, Ferris e Sem (2014), O'Hara (2003) também utilizou a variável em sua pesquisa, e, de acordo com os autores, estima-se uma relação positiva entre o SOA e esse indicador.

A variável StockTurnover foi mensurada pela média anual do índice do volume negociado mensal de ações dividido pelo total de ações em circulação. Além de Javakhadze,

Ferris e Sem (2014), encontrou-se que Guttman et al (2010) também analisou a variável, e chegou à conclusão que o horizonte de investimento dos investidores diminui o *dividend smoothing*. Mediante o exposto, espera-se que a StockTurnover esteja relacionada negativamente com o *dividend smoothing*.

A variável idade, representada nessa pesquisa por IDADE, apresenta o número de anos desde que os dados da empresa apareceram no Economática. De acordo com alguns autores, quando essa variável aumenta, as empresas realizam menos o *dividend smoothing* (FRANK; GOYAL, 2003; LEMON; ZENDER, 2010). Em vista disso, estima-se que a relação da idade de uma empresa tenha uma relação negativa com a variável teste.

A variável tamanho da empresa (TAM), estudada por Gaud et al (2005), Frank e Goyal (2003) e Lemmon e Zender (2010), é determinada pelo Log do total de ativos. A flexibilidade dos gestores de poder trocar projetos em pequenas empresas aumenta os custos de agência, e, portanto, os conflitos de interesse entre acionistas e credores são maiores. Isso posto, espera-se uma que a variável que mensura o tamanho da empresa relaciona-se negativamente com o *dividend smoothing*.

Para apresentar o controle dos resultados através dos setores das indústrias que as empresas compõem, foi analisada a variável *dummy* (SETOR). Também analisada por Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010), a variável é classificada no Economática em 18 setores, sendo que uma das categorias é classificada como “outros”. Para esse trabalho, espera-se que a relação com o SOA seja positiva.

E para finalizar, para controlar o nível de concentração, foi adicionada uma variável *dummy* (PAISSEDE). Para as empresas sediadas no Brasil atribui-se 1 e para as empresas Mexicanas atribui-se 2, visto que podem haver divergências de resultados devido as condições macroeconômicas, políticas e legais desses países.

O Quadro 4 resume as variáveis utilizadas nessa pesquisa.

Quadro 4: Variáveis de estudo

Variáveis	Sigla	Forma De Mensuração	Fonte	Efeito	Autores
<i>Dividend smoothing</i>	SOA	$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$?	(1); (2); (3); (4) e (5)
Fornecedores	FORNEXT	Fornecedores externos / fornecedores totais	Economática	(-)	
Endividamento	ENDEXT	Endividamento externo / endividamento totais	Economática	(-)	
Multinacionais	MULT	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Economática	(-)	
Índice de percepção de	CPI	Site da Transparência Internacional			(6) e (7)

corrupção					
Indústria	HHI	Índice de Herfindahl-Hirschman - calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria		(+)	(1); (8); (9) e (10)
Índice Market-to-book	MB	(Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos	Economática	(+)	(1); (11); (12) e (13)
CASHAT	CASHAT	Dinheiro dimensionado / ativo total	Economática	(+)	(1)
Índice de pagamento de dividendos	PAYOUT RATIO	Dividendos pago / lucro líquido	Economática	(+)	(1); (5); (14) e (15)
Concentração de propriedade	AC1 ou AC3	Nas regressões (1) e (3) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2) e (4) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade de três maiores acionistas)	Economática	(-)	(1); (16) e (17)
Ações de instituição	INST	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Economática	(+)	(1)
Tangibilidade	TANG	(ativo imobilizado / ativo total)	Economática	(+)	(1); (18); (19) e (20)
Risco operacional	SDEBIT	Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra	Economática	(+)	(1); (21) e (22)
Retorno das ações	SD RETURN	Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições	Economática	(+)	(1) e (23)
Volume de negociação	STOCK TURNOVR	A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação	Economática	(-)	(1) e (14)
Idade	IDADE	O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática	Economática	(-)	(1); (24) e (25)
Tamanhos	TAM	Log do total de ativos	Economática	(-)	(1); (24); (25) e (26)
Setor	SETOR	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Economática		(1)
País	PAIS	Variável categórica transformada em <i>dummy</i> de controle	Economática		(1)

Notas i. Autores: (1) Javakhadze, Ferris e Sen (2014); (2) Fama e Bebiak (1968); (3) Dewenter e Warther (1998); (4) Brav et al (2005); (5) Leary e Michaely (2011); (6) Avnimelech et al (2011, 2014); (7) Bologna e Ross (2015); (8) Sun e Shao (2009); (9) Tirole (1988); (10) Hall (2005); (11) Santanna et al (2003); (12) Lang and Litzenger (1989); (13) Carosi; (14) Guttman et al (2010); (15) Alli et al (1993); (16) La Porta et al (1999); (17) Faccio et al (2011); (18) Titman e Wessels (1988); (19) Carvalho, Kaio e Martins (2010); (20) Hall (2012); (21) Catapan e Colauto (2014); (22) Vasconcelos (2002); (23) O'Hara (2003); (24) Frank e Goyal (2003); (25) Lemmon e Zender (2010); (26) Gaud et al (2005) e (27) Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010).

As variáveis da pesquisa foram tratadas em relação aos seus *outliers*, para isso, elas foram winsorizadas. Para identificar os problemas de auto correlação e multicolineariedade, efetuou-se os testes de correlação de Person e o teste VIF (*Variance Inflation Factors*).

Imediatamente, para verificar o modelo mais apropriado para a regressão, foram analisados os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman. Finalmente, realizou-se os testes de heterocedasticidade (teste de Wald) e de autocorrelação (teste de Wooldridge), que de acordo com Wooldridge (2001), o teste implementa o teste de correlação serial dos erros idiossincráticos no modelo de painel linear.

3.3.2. Modelos de pesquisa e técnicas econométricas

A seguir, apresenta-se as regressões para a análise da relação do *dividend smoothing* com as variáveis teste (INST, HHI e CPI) e com as variáveis de controle de internacionalização de empresas (FORNEXT, ENDEXT E MULT).

3.3.2.1. Regressão da relação do *dividend smoothing* e estrutura de propriedade com internacionalização de empresas

Para analisar a estrutura de propriedade com relação ao *dividend smoothing*, verifica-se as seguintes regressões:

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 FORNEXT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n FORNEXT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 1A

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n ENDEXT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 1B

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 MULT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n MULT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 1C

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 FORNEXT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n _FORNEXT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 2A

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n _ENDEXT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 2B

$$SOA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MB_{it} + \beta_2 CASHAT_{it} + \beta_3 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_6 MULT_{it} + \sum_{n=1}^2 \Omega_n _MULT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 2C

Onde,

SOA = velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

MB = valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT = dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO = são os dividendos totais dividido pelo lucro líquido;

INST = o percentual de ações detidas por instituições;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

SETOR = variável *dummy* para indústria;

FORNEXT = fornecedores externos (importação) sobre o total de fornecedores;

ENDEXT = endividamento em moeda estrangeira sobre o total do endividamento

MULT = variável *dummy*, sendo 1 para empresas multinacionais (FORNEXT ou ENDEXT > 0) e 0 para empresas domésticas (FORNEXT ou ENDEXT = 0)

_FORNEXT = interação da variável FORNEXT com as variáveis de estrutura de propriedade

_ENDEXT = interação da variável ENDEXT com as variáveis de estrutura de propriedade

_MULT = interação da variável MULT com as variáveis de estrutura de propriedade

ε = erro.

3.3.2.2. Regressão da relação do *dividend smoothing* e os efeitos de competição e de informação com internacionalização de empresas

Examina-se o papel que a concorrência da indústria e da informação exerce sobre o comportamento do *dividend smoothing*. Para essa análise, tem-se as seguintes regressões:

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1 HHI_{it} + B_2 MB_{it} + B_3 CASHAT_{it} + B_4 PAYOUTRATIO_{it} + B_5 AC1_{it} + B_6 INST_{it} \\ & + B_7 TANG_{it} + B_8 SDEBIT_{it} + B_9 SDRETURN_{it} + B_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \\ & B_{11} IDADE_{it} + B_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13} FORNEXT_{it} + \\ & \sum_{n=1}^{10} \Omega_n FORNEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 3A

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1 HHI_{it} + B_2 MB_{it} + B_3 CASHAT_{it} + B_4 PAYOUTRATIO_{it} + B_5 AC1_{it} + B_6 INST_{it} \\ & + B_7 TANG_{it} + B_8 SDEBIT_{it} + B_9 SDRETURN_{it} + B_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \\ & B_{11} IDADE_{it} + B_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13} ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n ENDEXT_{it} + \\ & \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 3B

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1 HHI_{it} + B_2 MB_{it} + B_3 CASHAT_{it} + B_4 PAYOUTRATIO_{it} + B_5 AC1_{it} + B_6 INST_{it} \\ & + B_7 TANG_{it} + B_8 SDEBIT_{it} + B_9 SDRETURN_{it} + B_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \\ & B_{11} IDADE_{it} + B_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13} MULT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n MULT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 3C

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & B_0 + B_1 HHI_{it} + B_2 MB_{it} + B_3 CASHAT_{it} + B_4 PAYOUTRATIO_{it} + B_5 AC3_{it} + B_6 INST_{it} \\ & + B_7 TANG_{it} + B_8 SDEBIT_{it} + B_9 SDRETURN_{it} + B_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \\ & B_{11} IDADE_{it} + B_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13} FORNEXT_{it} + \\ & \sum_{n=1}^{10} \Omega_n FORNEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 4A

$$SOA_{it} = B_0 + B_1HHI_{it} + B_2MB_{it} + B_3CASHAT_{it} + B_4PAYOUTRATIO_{it} + B_5AC3_{it} + B_6INST_{it} \\ + B_7TANG_{it} + B_8SDEBIT_{it} + B_9SDRETURN_{it} + B_{10}STOCKTURNOVER_{it} + \\ B_{11}IDADE_{it} + B_{12}TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13}ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_{n-} ENDEXT_{it} + \\ \varepsilon$$

Modelo 4B

$$SOA_{it} = B_0 + B_1HHI_{it} + B_2MB_{it} + B_3CASHAT_{it} + B_4PAYOUTRATIO_{it} + B_5AC3_{it} + B_6INST_{it} \\ + B_7TANG_{it} + B_8SDEBIT_{it} + B_9SDRETURN_{it} + B_{10}STOCKTURNOVER_{it} + \\ B_{11}IDADE_{it} + B_{12}TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + B_{13}MULT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_{n-} MULT_{it} + \varepsilon$$

Modelo 4C

Onde,

SOA = velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

HHI = o Índice Herfindahl-Hirschman da competitividade da indústria estimado para cada indústria;

MB = valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT = dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO = dividendos comuns divididos pelo lucro líquido;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

INST = variável *dummy* para o percentual de ações detidas por instituições;

TANG = net imóveis, instalações e equipamentos escalados pelo ativo total;

SDEBIT = desvio-padrão da relação de EBITDA sobre ativos no período da amostra;

SDRETURN = o desvio padrão anual de retornos mensais de ações, incluindo distribuições;

STOCKTURNOVER = a média anual do índice de volume mensal negociado das ações ao total de ações em circulação;

IDADE = número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no banco de dados;

TAM = o log natural de ativos;

SETOR = variável *dummy* para indústria e;

FORNEXT = fornecedores externos (importação) sobre o total de fornecedores;

ENDEXT = endividamento em moeda estrangeira sobre o total do endividamento

MULT = variável *dummy*, sendo 1 para empresas multinacionais (FORNEXT ou ENDEXT > 0) e 0 para empresas domésticas (FORNEXT ou ENDEXT = 0)

_FORNEXT = interação da variável FORNEXT com as variáveis de competição e de informação

_ENDEXT = interação da variável ENDEXT com as variáveis de competição e de informação

_MULT = interação da variável MULT com as variáveis de competição e de informação

3.3.2.3. Regressão da relação do *dividend smoothing* e a proteção aos investidores e regime fiscal com internacionalização de empresas

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} FORNEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n _FORNEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 5A

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n _ENDEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 5B

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC1_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} MULT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n _MULT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 5C

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC3_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} FORNEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \Omega_n _FORNEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 6A

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC3_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} ENDEXT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \omega_n ENDEXT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 6B

$$\begin{aligned} SOA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CPI_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CASHAT_{it} + \beta_4 PAYOUTRATIO_{it} + \beta_5 AC3_{it} + \beta_6 INST_{it} + \\ & \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SDEBIT_{it} + \beta_9 SDRETURN_{it} + \beta_{10} STOCKTURNOVER_{it} + \beta_{11} IDADE_{it} \\ & + \beta_{12} TAM_{it} + \sum_{n=1}^{17} \gamma_n SETOR_{it} + \beta_{13} MULT_{it} + \sum_{n=1}^{10} \omega_n MULT_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Modelo 6C

Onde,

SOA = velocidade de ajustamento calculado por Fama e Bebiak (1968);

CPI = Índice de Percepção de Corrupção;

MB = valor de mercado do capital mais o valor contábil dos ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido, tudo dividido pelo valor contábil dos ativos;

CASHAT = dinheiro dimensionado pelo total de ativos;

PAYOUTRATIO = dividendos comuns divididos pelo lucro líquido;

AC1 = ações do maior acionista;

AC3 = ações dos três maiores acionistas;

INST = variável *dummy* para o percentual de ações detidas por instituições;

TANG = net imóveis, instalações e equipamentos escalados pelo ativo total;

SDEBIT = desvio-padrão da relação de EBITDA sobre ativos no período da amostra;

SDRETURN = o desvio padrão anual de retornos mensais de ações, incluindo distribuições;

STOCKTURNOVER = a média anual do índice de volume mensal negociado das ações ao total de ações em circulação;

IDADE = número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no banco de dados;

TAM = o log natural de ativos;

SETOR = variável *dummy* para indústria e;

FORNEXT = fornecedores externos (importação) sobre o total de fornecedores;

ENDEXT = endividamento em moeda estrangeira sobre o total do endividamento

MULT = variável *dummy*, sendo 1 para empresas multinacionais (FORNEXT ou ENDEXT > 0) e 0 para empresas domésticas (FORNEXT ou ENDEXT = 0)

_FORNEXT = interação da variável FORNEXT com as variáveis de proteção aos investidores e regime fiscal

_ENDEXT = interação da variável ENDEXT com as variáveis de proteção aos investidores e regime fiscal

_MULT = interação da variável MULT com as variáveis de proteção aos investidores e regime fiscal

3.4. Resultados

Para analisar a relação do *dividend smoothing* e a internacionalização, os modelos de regressões foram divididos em três Tabelas a fim de facilitar a visualização dos resultados.

A Tabela 5 apresenta os resultados da relação do *dividend smoothing* e estrutura de propriedade com internacionalização de empresas. Observa-se que o *market-to-book* é significativo positivo a nível $p < 0.01$ nos modelos 1A, 1C, 2A e 2C. Nos modelos 1B e 2B também foi positivamente significativo, porém com significância a $p < 0.05$. Esse resultado vai de acordo com a expectativa, onde as empresas com índice baixo de *Market-to-book* possuem excesso de fluxo de caixa livre, sem investir, e devem ajustar os seus dividendos mais rápidos, sendo assim praticando menos o *dividend smoothing*. Portanto, quanto maior o *Market-to-book*, aumenta as oportunidades de crescimento, diminui os problemas de agência, fazendo com que os gestores ajustem seus dividendos com maior velocidade e assim realizando menos *dividend smoothing*.

Nos Modelos 1A e 2A, com a utilização da variável de controle internacional FORNEXT, observar-se uma relação negativa das variáveis de estrutura de propriedade (AC1 e INST) quando há a interação delas com a variável de controle e o SOA. Nos dois modelos há uma relação significativa negativa, a nível de $p < 0.10$, informando que quando as empresas são institucionais e possuem mais fornecedores no exterior (INSTxFORNEXT), mais elas suavizam seus dividendos. Enquanto que somente no modelo 1A verifica-se que quanto maior porcentagem de ações detidas pelo maior acionista e quanto maior o número de fornecedores no exterior (AC1xFORNEXT), menos as empresas ajustam seus dividendos, praticando mais o *dividend smoothing*. Geralmente, as empresas buscam fornecedores no

exterior a fim de possuir maiores variedades de produtos, bens e serviços que não são oferecidos no país. Sendo assim, a importação de produtos e serviços faz com que a empresa encontre novos mercados, clientes e fornecedores. Logo, a empresa se posiciona de maneira mais efetiva dentro do mercado, possibilitando o aumento da competitividade, aumento da produtividade e rentabilidade. Para isso, num estágio inicial de internacionalização há a necessidade de distribuir menos os seus dividendos.

Para os modelos 1B e 2B, tem-se uma relação significativa negativa a nível de $p < 0.01$ da variável que mensura o nível de endividamento no exterior (ENDEXT) e a variável dependente. Isso indica que, as empresas que possuem maiores endividamentos internacionais, ajustam menos seus dividendos e assim tendem a realizar mais o *dividend smoothing*. Também, no modelo 2B verifica-se outra relação significativa negativa da interação AC3xENDEXT, a nível de $p < 0.10$, mostrando que quanto maior a média de porcentagem de ações dos três maiores acionistas e quanto maior o endividamento no exterior, elas realizam mais o *dividend smoothing*. As empresas aproveitam as condições financeiras mundiais para elevar seu grau de endividamento e alavancagem no exterior. Sendo assim, o aumento do endividamento no exterior traz riscos importante no contexto econômico atual pois muitas dessas empresas não têm cobertura para sua exposição às taxas de câmbio. Por isso, elas tendem a estabilizar seus dividendos.

Analisando os modelos 1C e 2C, que tem a variável MULT como variável de controle internacional, verifica-se que somente a interação AC3xMULT foi significativa negativamente a nível de $p < 0.05$, representando que quando maior a média de porcentagem de ações dos três maiores acionistas e quando a empresa é uma multinacional, elas ajustam menos os seus dividendos, aumentando o *dividend smoothing*.

Conclui-se com a Tabela 5, que há uma relação significativa entre internacionalização e estrutura de propriedade, visto que, em quase todos os modelos, exceto 1C, as variáveis que mensuram a internacionalização estão relacionadas com as variáveis que avaliam a estrutura de propriedade. Dessa maneira, as empresas com um maior nível de propriedade de grandes acionistas são menos propensas a suavizar os dividendos relativos aos ganhos, uma vez que eles estão menos relacionados com questões de agência e informações assimétricas.

De maneira geral, na Tabela 5 percebe-se que o único efeito da internacionalização no *dividend smoothing* é quando a empresa que contrai dívidas no exterior (ENDEXT). Não foi encontrada relação qualquer entre empresas que importam (FORNEXT) com o fato da

empresa praticar ou não *dividend smoothing*. Empresas que contraem mais dívidas no exterior que dívidas no mercado interno tendem a diminuir a velocidade de ajuste, praticando maior *dividend smoothing*. Esse fato pode ser explicado, pois contrair dívidas no exterior pressupõe uma relação de negociação com um credor internacional que envolve riscos cambiais, aumentando a assimetria de informação e problema de agência entre gestores e acionistas. Para reduzir a assimetria e problemas de agência a empresa pratica maior *dividend smoothing*. Ainda, constata-se em termos gerais que a empresa multinacional que busca reduzir o *dividend smoothing* manipulando as variáveis de sua estrutura de propriedade, não conseguirão êxito, pois continuam praticando maior *dividend smoothing*. Aumentar a concentração ou alterar os principais acionistas para exercer maior controle sobre os gestores e diminuir a assimetria de informação e problemas de agência parece não conseguir reduzir a assimetria e problemas de agência adicionais da internacionalização da empresa.

Tabela 5: Regressão da relação *dividend smoothing* e estrutura de propriedade com internacionalização de empresas

Variáveis	Modelo 1A	Modelo 1B	Modelo 1C	Modelo 2A	Modelo 2B	Modelo 2C
CONSTANTE	0.01	0.04	-0.02	0.04	0.06	0.01
MB	0.06***	0.05**	0.06***	0.06***	0.05**	0.06***
CASHAT	0.03	0.06	0.02	0.03	0.06	0.02
PAYOUSRATIO	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
AC1	0.00	0.00	0.00			
AC3				0.00	0.00	0.00
INST	0.00	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
FORNEXT	-0.06			-0.07		
AC1xFORNEXT	-0.01*					
AC3xFORNEXT				0.00		
INSTxFORNEXT	-0.45*			-0.47**		
ENDEXT		-0.17***			-0.17***	
AC1xENDEXT		0.00				
AC3xENDEXT					-0.00*	
INSTxENDEXT		0.19			0.19	
MULT			-0.13			-0.16
AC1xMULT			0.00			
AC3xMULT						-0.00**
INSTxMULT			0.01			0.01
N	1109	1071	1008	1109	1071	1008
R ² Ajustado	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01
VIF Médio	1.13	1.11	1.12	1.13	1.12	1.13
Breusch-Pagan	126.41***	114.64***	124.32***	113.53***	73.78***	74.51***
Chow	3.3***	3.31***	3.36***	3.29***	3.31***	3.35***
Hausman	23.17***	17.35***	20.73***	24.35***	18.5***	21.74***

Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; HHI (Índice de Herfindahl-Hirschman) – calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma

indústria; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUTRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (1A); (1B) e (1C) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (2A); (2B) e (2C) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; FORNEXT – fornecedores no exterior/fornecedores totais; ENDEXT – endividamento no exterior/endividamento total da empresa; MULT – variável *dummy*, 0 para empresa doméstica e 1 para empresa multinacional. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled* OLS, o resultado foi $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$, para todos os modelos, logo o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled* OLS, acusou $\text{Prob} > F = 0.0000$, para todos os modelos e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Hausman, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ou efeitos fixos, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$, sendo assim, o modelo de painel mais adequado para as seis regressões foi o de efeitos fixos. ***, ** e * significante a menos de 10%, 5% e 1%.

Os resultados da Tabela 6 apresentam a relação do *dividend smoothing* e os efeitos de competição e informação e a internacionalização das empresas brasileiras. A variável teste nesse modelo (HHI), que avalia o nível de competição nas empresas, não foi significativa estatisticamente. Porém, observa-se que outras variáveis foram significantes.

Em todos os modelos observa-se a significância do PAYOUTRATIO com o SOA, com significância de $p < 0.01$, indicando que quanto maior o índice de pagamento de dividendos, menor a velocidade de ajustamento de seus dividendos e maior o seu *dividend smoothing*. Analogamente, La Porta et al (2000) afirma que as empresas aumentarão os dividendos pagos em um ambiente fraco em proteção ao investidor para constituir uma reputação positiva para o tratamento dos acionistas minoritários. Isso implica que os gestores são mais propensos a suavizar os dividendos para aumentar ainda mais a reputação da empresa para o pagamento previsível de dividendos para os seus investidores.

Outra variável que apresenta relação significativa com todos os modelos é a SDEBIT, $p < 0.01$. Sendo assim, quanto maior o risco operacional das empresas, maior a suavização de dividendos. Os resultados vão de acordo com as expectativas, as empresas de alto risco com maior desvio padrão do EBITDA teriam um maior incentivo para suavizar seus dividendos. Sendo assim, Kumar (1988) prevê que as empresas em indústrias mais arriscadas também são mais propensas a praticarem o *dividend smoothing*, a fim de desenvolver uma reputação de ter baixo risco sistemático. Os resultados de estudos de volatilidade de lucros também enfatizam a relação entre o risco e o incentivo para reduzir os dividendos, uma vez que se verificou que as volatilidades de alto rendimento estão associadas a uma rentabilidade futura inferior à esperada e a retornos futuros das ações (RONEN; SADAN, 1981; CHANEY; LEWIS, 1995; BILLINGS, 1999).

No modelo 3A e 4A, ainda se verifica que a variável SDRETURN teve uma significância negativa de $p < 0.05$, sendo assim, quanto maior o retorno das ações, menor seu

ajuste e as empresas suavizam mais os seus dividendos. Indo de acordo com os resultados esperados, isso indica que quando o retorno das ações diminui, os acionistas preferem receber seus dividendos e não estão predispostos a esperar retorno de oportunidade de investimentos futuros.

As variáveis que analisam a estrutura de propriedade (AC1 e AC3) apresentaram significância positiva com alguns modelos analisados. A variável AC1 tem relação significativa, $p < 0.05$, somente com o modelo 3A, mostrando também uma significância, porém negativa, a nível de $p < 0.10$, quando há uma interação com a variável de controle de internacionalização FORNEXT. Essa interação nos mostra que quanto maior a porcentagem de ações do maior acionista e quanto maior o número de fornecedores no exterior, menor a velocidade de ajustamento, logo, as empresas praticam mais o *dividend smoothing*. A variável AC3, mostrou significância positiva, $p < 0.10$, com os três modelos analisados, sinalizando que quanto maior o percentual da média dos três maiores acionistas, menos elas suavizam seus dividendos. Sob o mesmo ponto de vista, Silva (2004), Bellato, Silveira e Savoia (2006), chegaram à conclusão de que empresas com maior concentração de ações com direito a voto em poder dos controladores, pagam menos dividendos. Na internacionalização, é previsível que as empresas paguem menos dividendos no estágio inicial e mais dividendos após a maturação dos investimentos, porém devem manter uma certa estabilidade, devido ao fato que os acionistas podem avaliar essa variação de dividendos como uma sinalização ao mercado aumentando expectativas de lucros maiores ou menores elevando ou diminuindo o preço da ação.

As variáveis de controle de internacionalização FORNEXT, ENDEXT e MULT não apresentaram significância quando analisadas separadamente. Ou seja, ao adicionarmos aos primeiros modelos os efeitos da competição e informação, a contratação de dívida no exterior parece não ser mais um fator importante. A variação do EBITDA (SDEBIT) que mensura o risco do lucro da empresa parece ser mais relevante que o efeito da internacionalização no *dividend smoothing* das empresas brasileiras.

Porém, quando as variáveis de internacionalização foram analisadas com outras variáveis, verifica-se alguns resultados significativos. Nos modelos 3A e 4A, observa-se que houve significância da variável FONEXT quando houve uma interação com as variáveis AC1, INST e SDRETURN. A variável ENDEXT, teve significância negativa somente no modelo 4B quando houve interação com a variável AC3. Já com a variável MULTI, houve significância no modelo 3C na interação com as variáveis SDEBIT e STOCKTURNOVER e

no modelo 4C na interação das variáveis AC3, IDADE, SDEBIT e STOCKTURNOVER. Percebe-se que as variáveis de estrutura de propriedade continuam sendo menos relevantes para o ajuste dos dividendos que a internacionalização.

Interessante observar a relação positiva entre SDEBITxMULT e SDRETURNxFORNEXT com o SOA. A internacionalização, o risco do lucro operacional e o risco do retorno sozinhos parecem diminuir a velocidade de ajuste, mas quando analisados em conjunto, aumentam a velocidade de ajuste. Nesses casos parece que a internacionalização reduz a variação nos lucros operacionais da empresa, talvez pelo fato da empresa multinacional ter acesso a outros mercados, o que dilui o risco de operar num único mercado para vender seus produtos, diminuindo os custos de agência, aumentando o SOA e diminuindo o *dividend smoothing*.

Tabela 6: Regressão da relação *dividend smoothing* e os efeitos de competição e informação com a internacionalização de empresas

Variáveis	Modelo 3 ^a	Modelo 3B	Modelo 3C	Modelo 4A	Modelo 4B	Modelo 4C
CONSTANTE	0.10	0.03	0.13	0.08	-0.01	0.07
HHI	-26.66	-63.12	-245.51	-38.49	-65.00	-245.55
MB	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
CASHAT	0.10	0.13	0.14	0.10	0.13	0.14
PAYOUTRATIO	-0.09***	-0.09***	-0.08***	-0.09***	-0.09***	-0.08***
AC1	0.00**	0.00	0.00			
AC3				0.00*	0.00*	0.00*
TANG	-0.05	-0.05	-0.07	-0.07	-0.06	-0.08
SDEBIT	-0.74***	-0.70***	-0.91***	-0.75***	-0.69***	-0.90***
SDRETURN	-0.00**	0.00	0.00	-0.00**	0.00	0.00
STOCKTURNOVER	0.00	0.00	0.06	0.00	0.01	0.09
IDADE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
TAM	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
INST	0.05	0.02	0.03	0.05	0.02	0.03
FORNEXT	-0.84			-0.69		
HHIxFORNEXT	-463.32			-392.25		
AC1xFORNEXT	-0.01*					
AC3xFORNEXT				0.00		
INSTxFORNEXT	-0.53*			-0.55**		
TANGxFORNEXT	-0.58			-0.58		
SDEBITxFORNEXT	1.57			1.35		
SDRETURNxFORNEXT	0.02*			0.02**		
STOCKTURNOVERxFORNEXT	0.02			0.06		
IDADExFORNEXT	0.00			0.00		
TAMxFORNEXT	0.13			0.11		
ENDEXT		-0.90			-0.78	
HHIxENDEXT		170.63			187.91	
AC1xENDEXT		0.00				
AC3xENDEXT					-0.00*	
INSTxENDEXT		0.19			0.19	

TANGxENDEXT		0.02		0.02		
SDEBITxENDEXT		1.12		1.15		
SDRETURNxENDEXT		-0.01		-0.01		
STOCKTURNOVERxENDEXT		-0.20		-0.26		
IDADExENDEXT		0.00		0.00		
TAMxENDEXT		0.08		0.09		
MULT			-0.31			-0.23
HHIxMULT			245.84			254.30
AC1xMULT			0.00			
AC3xMULT						-0.00**
INSTxMULT			0.01			0.01
TANGxMULT			-0.03			-0.02
SDEBITxMULT			0.89***			0.86***
SDRETURNxMULT			-0.01			-0.01
STOCKTURNOVERxMULT			-0.14*			-0.19**
IDADExMULT			0.00			-0.00*
TAMxMULT			0.04			0.04
N	1013	980	920	1013	980	920
R ² Ajustado	0.08	0.07	0.08	0.07	0.07	0.08
VIF Médio	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.47
Breusch-Pagan	73.78***	74.51***	55.28***	69.26***	66.62***	49.52***
Chow	3.37***	3.26***	3.41***	3.32***	3.21***	3.32***
Hausman	4.30	7.50	16.66	4.73	8.58	15.84

Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; HHI (Índice de Herfindahl-Hirschman) – calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUTRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (3A); (3B) e (3C) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (4A); (4B) e (4C) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) – ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN – Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática; TAM (tamanho da empresa) – Log do total de ativos; SETOR – Variável categórica transformada em *dummy* de controle; PAISSEDE – Variável categórica transformada em *dummy* de controle; FORNEXT – fornecedores no exterior/fornecedores totais; ENDEXT – endividamento no exterior/endividamento total da empresa; MULT – variável *dummy*, 0 para empresa doméstica e 1 para empresa multinacional. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled* OLS, o resultado foi Prob > chi2 = 0.0000, para todos os modelos, logo o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled* OLS, acusou Prob > F = 0.0000, para todos os modelos e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Hausman, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ou efeitos fixos, acusou Prob F > 0,05 para todas as regressões, sendo assim, o modelo de painel mais adequado para as seis regressões foi o de efeitos aleatório. ***, ** e * significante a menos de 10%, 5% e 1%.

Na Tabela 7, analisou-se a relação do *dividend smoothing* em relação a proteção aos investidores e regime fiscal com internacionalização de empresas brasileiras. A variável teste (CPI) apresenta relação positiva a nível de $p < 0.01$ com a variável dependente nos modelos 5A, 5B, 6A e 6B. Lembrando que a análise da variável CPI é feita inversamente, pois quanto menor o índice de percepção de corrupção, mais corrupto é o país em análise. Portanto, pode-

se constatar que quanto menor o CPI, menor será a velocidade de ajustamento e assim realizando mais *dividend smoothing*. Sendo assim, tem-se que as empresas que possuem melhor proteção aos acionistas minoritários pagam mais dividendos, consistente com a ideia de que os acionistas legalmente protegidos estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento forem melhores.

Nas regressões da Tabela 7, observa-se que, diferente das Tabelas 5 e 6, a variável IDADE tem uma significância negativa a nível de $p < 0.01$ com a variável SOA. Indicando que quanto mais velha a empresa, menor o seu ajustamento e maior o *dividend smoothing*. Essa variável também apresentou uma significância negativa a nível de $p < 0.10$ quando houve uma interação com o endividamento no exterior. Ou seja, quanto mais velha a empresa e mais alto o seu endividamento, maior tendência de realizar o *dividend smoothing*.

Tabela 7: Regressão da relação *dividend smoothing* e proteção aos investidores e regimes fiscal com a internacionalização de empresas

Variáveis	Modelo 5A	Modelo 5B	Modelo 5C	Modelo 6A	Modelo 6B	Modelo 6C
CONSTANTE	0.10	-0.08	0.27	0.11	-0.08	0.28
MB	0.04*	0.03*	0.03	0.04**	0.04*	0.04
CASHAT	0.03	0.14	0.07	0.05	0.15	0.08
PAYOUSRATIO	-0.04	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.02
AC1	0.00**	0.00	0.00			
AC3				0.00	0.00	0.00
TANG	-0.04	-0.04	-0.05	-0.06	-0.05	-0.06
SDEBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
SDRETURN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
STOCKTURNOVER	0.06	0.06	0.18*	0.05	0.05	0.20**
IDADE	-0.00***	-0.00***	-0.00**	-0.00***	-0.00***	-0.00**
TAM	0.04	0.06	0.01	0.04	0.06	0.01
INST	0.07	0.02	0.07	0.07	0.02	0.07
CPI	-0.01***	-0.01**	-0.01	-0.01***	-0.01**	-0.01
FORNEXT	-0.22			-0.09		
AC1xFORNEXT	-0.01*					
AC3xFORNEXT				-0.01		
INSTxFORNEXT	-0.50			-0.54		
TANGxFORNEXT	-1.13			-1.05		
SDEBITxFORNEXT	3.20			2.54		
SDRETURNxFORNEXT	0.03**			0.03**		
STOCKTURNOVERxFORNEXT	0.17			0.24		
IDADExFORNEXT	0.00			0.00		
TAMxFORNEXT	0.03			0.01		
CPIxFORNEXT	0.01			0.01		
ENDEXT		-0.59			-0.55	
AC1xENDEXT		0.00				
AC3xENDEXT					0.00	
INSTxENDEXT		0.29			0.28	
TANGxENDEXT		-0.08			-0.09	

SDEBITxENDEXT		0.99			1.07	
SDRETURNxENDEXT		0.00			0.00	
STOCKTURNOVERxENDEXT		-0.22			-0.21	
IDADExENDEXT		0.00			-0.00*	
TAMxENDEXT		0.12			0.11	
CPIxENDEXT		-0.01			-0.01	
MULT			-0.30			-0.30
AC1xMULT			0.00			
AC3xMULT						0.00
INSTxMULT			0.00			0.00
TANGxMULT			-0.14			-0.14
SDEBITxMULT			0.95			0.89
SDRETURNxMULT			0.00			0.00
STOCKTURNOVERxMULT			-0.20*			-0.23**
IDADExMULT			0.00			0.00
TAMxMULT			0.07			0.07
CPIxMULT			-0.01			-0.01
N	1013	980	920	1013	980	920
R² Ajustado	0.09	0.09	0.10	0.08	0.08	0.10
VIF Médio	1.30	1.31	1.31	1.32	1.32	1.33
Breusch-Pagan	80.38***	80.49***	65.43***	75.97***	72.15***	59.95***
Chow	3.37***	3.27***	3.44***	3.33***	3.22***	3.34***
Hausman	77.09***	60.85***	79.69***	74.84***	63.78***	79.96***

Notas: SOA - $\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$, estimado por Fama e Bebiak (1968); CPI (Índice de Percepção de Corrupção) – estimado pelo site da Transparência Internacional; HHI (Índice de Herfindahl-Hirschman) – calculado como a soma do quadrado da participação de mercado das empresas dentro de uma indústria; MB (Índice *Market-to-book*) – (Valor de mercado do capital + valor contábil dos ativos – valor contábil do patrimônio líquido) / Valor contábil dos ativos; CASHAT – caixa/ativo total; PAYOUTRATIO (Índice de pagamento de dividendos) – Dividendos pago/lucro líquido; Concentração de propriedade - Nas regressões (3A); (3B) e (3C) como AC1 (Porcentagem de ações detidas pelo maior acionista) e nas regressões (4A); (4B) e (4C) como AC3 (Porcentagem média de ações ordinárias de propriedade dos três maiores acionistas); INST (ações por instituições) - Variável categórica transformada em *dummy* de controle; TANG (tangibilidade) – ativo imobilizado/ativo total; SDEBIT - Desvio padrão da relação de EBITDA / ativos no período da amostra; SDRETURN – Desvio padrão anual dos retornos das ações mensais, incluindo as distribuições; STOCKTURNOVER - A média anual do índice de volume negociado mensal de ações ao total de ações em circulação; IDADE - O número de anos desde que a empresa apareceu pela primeira vez no Economática; TAM (tamanho da empresa) – Log do total de ativos; SETOR – Variável categórica transformada em *dummy* de controle; PAISSEDE – Variável categórica transformada em *dummy* de controle; FORNEXT – fornecedores no exterior/fornecedores totais; ENDEXT – endividamento no exterior/endividamento total da empresa; MULT – variável *dummy*, 0 para empresa doméstica e 1 para empresa multinacional. . O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*, o resultado foi Prob > chi2 = 0.0000, para todos os modelos, logo o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled OLS*, acusou Prob > F = 0.0000, para todos os modelos e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Hausman, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ou efeitos fixos, acusou Prob > chi2 = 0.0000, sendo assim, o modelo de painel mais adequado para as seis regressões foi o de efeitos fixos. ***, ** e * significante a menos de 10%, 5% e 1%.

Após a análise das Tabelas (5, 6 e 7) pode-se concluir que as empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de *dividend smoothing*. Sendo assim, aceita-se H4.

Constatou-se ainda que os efeitos da internacionalização são mais significativos que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o *dividend smoothing*, aumentando tal prática

devido a uma maior assimetria de informação e custo de agência provocados pelo aumento do risco cambial. No entanto, a internacionalização separadamente, seja por meio de importação ou por dívidas externas, não perdem o efeito sobre o *dividend smoothing*, quando analisada juntamente com as variáveis de competição e informação, proteção aos investidores e regime fiscal. Constatou-se ainda que empresas internacionalizadas podem também reduzir assimetria de informação e custos de agência ao reduzir a volatilidade do EBITDA e do retorno, talvez pelo fato de que estas empresas ao mesmo tempo que importam e contraem dívida externa, também acessam os mercados consumidores destes países, diversificando suas vendas e reduzindo o risco de operação em um único país.

3.5. Considerações Finais

Este trabalho se propôs a estudar as 815 empresas internacionalizadas do Brasil listadas na BM&FBovespa, com dados disponíveis na base de dados Economatica, no período de 2010 a 2015. O estudo contribui para a literatura sobre os determinantes do comportamento do *dividend smoothing* nas empresas internacionalizadas do Brasil.

Percebe-se que em um estágio inicial de internacionalização que as empresas buscam fornecedores no exterior a fim de possuir maiores variedades de produtos, bens e serviços que não são oferecidos no país. Sendo assim, a importação de produtos e serviços faz com que encontre novos mercados, clientes e fornecedores fazendo com que essas empresas distribuam menos dividendos. Além disso, as empresas aproveitam as condições financeiras mundiais para elevar seu grau de endividamento e alavancagem no exterior. Logo, elas tendem a estabilizar seus dividendos pois com o aumento do endividamento no exterior há riscos importantes no contexto econômico atual pois muitas dessas empresas não têm cobertura para sua exposição às taxas de câmbio. Portanto, as empresas que buscam recursos no exterior, para reduzirem a assimetria informacional e os problemas de agência, praticam maior *dividend smoothing*.

Outro resultado significativo é que as empresas tendem a adquirir mais dívidas no mercado externo do que no interno tendendo a praticar mais o *dividend smoothing*. Isso é justificado pois, as empresas contraindo essas dívidas supõe-se que há uma transação internacional que abrange riscos cambiais fazendo que haja um aumento da assimetria de informação e dos problemas de agências entre acionistas e gestores. Sendo assim, pode-se

concluir que as empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de *dividend smoothing*.

Ademais, identificou-se que a decisão de praticar o *dividend smoothing* é consideravelmente influenciada não só pela estrutura de propriedade da empresa, mas também por fatores macroeconômicos como o imposto e as taxas de juros, fortalecendo os resultados encontrados na literatura. Verificou-se ainda que os efeitos da internacionalização são mais significativos que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o *dividend smoothing*, isso se deve pelo aumento do risco cambial que leva a uma maior assimetria de informação e maior custo de agência. Quanto aos fatores macroeconômicos, tanto os impostos quanto as taxas de juros têm uma relação significativamente positiva com o *dividend smoothing*. Essas descobertas sugerem que os fatores institucionais do mercado financeiro podem exercer uma ação decisiva na abrangência do desempenho dos dividendos nos mercados emergentes.

Todavia a internacionalização quando analisada juntamente com as variáveis de competição e informação, proteção aos investidores e regime fiscal, não perde o efeito sobre o *dividend smoothing*. Nota-se ainda que as empresas internacionalizadas podem também diminuir a assimetria de informação e os custos de agência ao reduzir a volatilidade do EBITDA e do retorno, possivelmente pela razão de que estas empresas adentram os mercados consumidores de outros países ao mesmo tempo que importam e adquirem dívida externa, diversificando suas vendas e diminuindo o risco de operação em um único país.

Isso posto, ressalta-se que as conclusões deste estudo ficam restritas à amostra, às técnicas utilizadas e aos modelos desenvolvidos, sugerindo-se como novas pesquisas a utilização de outras técnicas estatísticas, outros modelos e variáveis. Sugere-se ainda, a expansão do método utilizado para outros mercados e a comparação com o Brasil.

O Quadro 5 apresenta um resumo abordando os objetivos do capítulo, seus principais autores e determinantes e os resultados encontrados nessa pesquisa.

Quadro 5: Quadro resumo – Capítulo 3

Objetivos	Principais autores e teorias	Resultados
<p>Analisar os efeitos da internacionalização das empresas brasileiras a partir da captação de recursos no exterior e a prática do <i>dividend smoothing</i>.</p>	<p>Teoria da Agência</p> <p>Principais autores: Jensen e Meckling (1976); Easterbrook (1984); Jensen (1986); Lang e Litztenberger (1989); Fama e French (2001); Leary e Michaely (2011)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • As empresas tendem a estabilizar seus dividendos pois com o aumento do endividamento no exterior há riscos importantes no contexto econômico atual. Portanto, as empresas que buscam recursos no exterior, para reduzirem a assimetria informacional e os problemas de agência, praticam maior <i>dividend smoothing</i>; • Os efeitos da internacionalização são mais significativos que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o <i>dividend smoothing</i>, isso se deve pelo aumento do risco cambial que leva a uma maior assimetria de informação e maior custo de agência; • As empresas tendem a adquirir mais dívidas no mercado externo do que no interno tendendo a praticar mais o <i>dividend smoothing</i>. Sendo assim, pode-se concluir que as empresas que captam recursos no exterior estão mais sujeitas à assimetria de informação e problemas de agência e por isso adotam mais a prática de <i>dividend smoothing</i>.
	<p>Teoria da Assimetria</p> <p>Principais autores: Rozeff (1992); Basiddig e Hussainey (2010); Valipor e Rostami (2009); Zare, Kiafar, Kanani e Farzanfar (2013); Leary e Michaely (2011)</p>	

Nota: Elaborado pelo autor

CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO

A presente dissertação expôs os principais índices que influenciam para a realização do *dividend smoothing* nas empresas de capital aberta do Brasil e México, visando detectar as minúcias e a forma como as empresas se adaptam ao uso de seus dividendos ao longo do período. E também, os efeitos ocasionados pela internacionalização nas empresas brasileiras que realizam o *dividend smoothing*. As perguntas de pesquisa analisadas na dissertação, suas implicações e recomendações para pesquisas futuras são expostas a seguir.

Qual o comportamento do *dividend smoothing* nas empresas brasileiras e mexicanas?

Na primeira fase da pesquisa foi analisado os principais pontos de utilização da prática do *dividend smoothing*, como, seu conceito e os principais autores desta linha de pesquisa, que tem como base a maioria de autores estrangeiros. Além disso, enaltece que a ideia principal do *dividend smoothing* é que os acionistas tenham um fluxo contínuo de dividendos e que suas empresas passem por mudanças constantes com o valor do dividendo alvo já preestabelecido.

Conclui-se, nessa pesquisa, ao contrário do esperado, que não houve relação significativa entre as variáveis que mensuram a estrutura de propriedade e o *dividend smoothing* e, portanto, não se aceita a hipótese para as empresas brasileiras e mexicanas de que quanto maior é a concentração de propriedade e a participação de acionistas institucionais menor é a prática do *dividend smoothing*.

Já a questão dos efeitos de competição e informação, traz a luz outro conflito, contendo os mesmos personagens, acionistas e gestores, concluindo-se que as empresas onde as informações são restritas e efeitos de competição maiores a realização do *dividend smoothing* é maior. Sendo assim, as empresas que estão em setores competitivos encaram menos conflitos de agência, pois os gestores dessas empresas recebem altos incentivos para diminuir a folga e maximizar os lucros (MACHLUP, 1967; RAITH, 2003)

Além disso, temos que os dividendos são mais valorizados nos países onde os investidores não possuem proteção legal rígida. Verifica-se que os impostos também têm papel decisório na utilização de *dividend smoothing* mostrando que as empresas que possuem

proteção legal e regime fiscal direcionada aos acionistas, a prática de suavização de dividendos é menor. Talvez pelo fato dos países analisados possuírem um regime *Civil Law* com baixa proteção aos acionistas, a distribuição de dividendos possa ser um substituto à essa baixa proteção (LA PORTA et al, 2000).

Qual o impacto do *dividend smoothing* na internacionalização das empresas transnacionais brasileiras?

Na segunda parte da pesquisa averiguou-se a teoria da agência e assimetria de informação para *dividend smoothing* para as empresas internacionalizadas brasileiras, tal efeito é enfatizado na pesquisa pelo fato do aumento da internacionalização das empresas brasileiras desde 1990 e, além disso, são poucos os estudos que relacionam a internacionalização e *dividend smoothing*.

Em um estágio inicial, entende-se que as empresas no início de suas operações de internacionalização tendem a pagar menos dividendos, porém é necessário que elas tenham uma certa estabilidade pois estão mais propensas a contraírem mais dívidas. Ainda mais, percebe-se que essas dívidas são adquiridas mais no mercado externo do que no interno e, por conseguinte, realizam mais o *dividend smoothing* para diminuírem os conflitos de agência e assimetria informacional.

Intensificando os dados já encontrados na literatura, verificou-se que a realização do *dividend smoothing* é notavelmente influenciada tanto pela estrutura de propriedade de empresa quanto os impostos e taxas de juros. E devido ao aumento do risco cambial, que implica a uma maior assimetria de informação e maior custo de agência, os efeitos da internacionalização são mais significativos que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o *dividend smoothing*.

Nota-se também que os fatores macroeconômicos têm uma relação significativa positiva em relação ao *dividend smoothing* sugerindo que os fatores institucionais do mercado financeiro podem exercer uma ação decisiva na abrangência do desempenho dos dividendos nos mercados emergentes. Logo, conclui-se que as empresas que dispõem de maior proteção aos acionistas pagam mais dividendos, isso vai de acordo com a ideia de que os acionistas legalmente protegidos estão predispostos a esperarem por seus dividendos quando são mais favoráveis as oportunidades de investimento.

A importância destes efeitos, se faz, nos resultados que eles oferecem sobre o impacto da internacionalização sobre o *dividend smoothing*. Conclui-se, então, que a

realização do *dividend smoothing* vem sendo observada em todo o mundo e, esses resultados indicam a presença tanto do efeito de agência quanto ao efeito de assimetria de informação nas decisões das empresas nessa prática.

Pesquisas futuras

Para pesquisas futuras recomenda-se analisar uma amostra que contenha empresas de países desenvolvidos para poder comparar os resultados obtidos nessa dissertação. Para esse estudo foram utilizados apenas empresas do Brasil e México, sendo necessário averiguar se o mesmo acontece com as empresas dos demais países.

Recomenda-se ainda, que trabalhos posteriores possam ser desenvolvidos com o intuito de verificar os resultados obtidos com a utilização do modelo aqui proposto e incorporar variáveis de estudos que podem influenciar na decisão na realização da prática do *dividend smoothing*, como a governança corporativa e a cultura de cada país. Sendo assim, todos os esforços seriam válidos no intuito de auxiliar na tomada de decisão na realização ou não do *dividend smoothing* das empresas em todo o mundo.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality, uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, n. 84, p. 488-500, 1970.

ALLEN, Franklin; BERNARDO, Antonio E.; WELCH, Ivo. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2499-2536, 1999.

ALLI, Kasim L.; KHAN, A. Qayyum; RAMIREZ, Gabriel G. Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. **Financial Review**, v. 28, n. 4, p. 523-547, 1993.

AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar; RAFFERTY, Michael; PILLAI, Rekha. Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. **International Bulletin of Business Administration**, v. 9, n. 9, p. 171-200, 2010.

ALZHRANI, Mohammed; LASFER, Meziane. Investor protection, taxation, and dividends. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 745-762, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanço. 7. ed. **São Paulo: Atlas**, 2002

AVNIMELECH, Gil; ZELEKHA, Yaron; SHARABI, Eyal. The effect of corruption on entrepreneurship in developed vs non-developed countries. **International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research**, v. 20, n. 3, p. 237-262, 2014.

BASIDDIG, H.; HUSSAINEY, K. H. Is asymmetric information associated with UK dividend policy? **Journal of Applied Accounting Research**, p. 2-31, 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. Pay without performance: Overview of the issues. **Journal of applied corporate finance**, v. 17, n. 4, p. 8-23, 2005.

BELLATO, L. L. N; SILVEIRA, A. D. M; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENANPAD, 30. **Anais eletrônicos**. Salvador: 2006.

BELO, N. M.; BRASIL, H. G. Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte do Mercado. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 0, nov-dez, 2006.

BOLOGNA, J., e ROSS, A. Corruption and entrepreneurship: Evidence from a random audit program. **West Virginia University Department of Economics Working Papers Series**, p. 15-05, 2015.

BRAV, Alon et al Payout policy in the 21st century. **Journal of financial economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, 2005.

BRENNAN, M. J., 1970, Taxes, Market Valuation, and Financial Policy, *National Tax Journal* 23. GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**. V. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

BRENNAN, Michael J.; THAKOR, Anjan V. Shareholder preferences and dividend policy. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 4, p. 993-1018, 1990.

CALOF, J.; BEAMISH, P. Adapting to Foreign Markets: Explaining Internationalization. **International Business Review**. 4 (2), pp. 115-131, 1995.

CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTINS, D. M. L. Tangibilidade e Intangibilidade na Determinação do Desempenho Persistente de Firms Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**. Curitiba, v.14, n.5, art. 6, p.871-889, 2010.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

CHEMMANUR, Thomas J. et al Is *dividend smoothing* universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the US. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 4, p. 413-430, 2010.

CHEN, Long; DA, Zhi; PRIESTLEY, Richard. *Dividend smoothing* and predictability. **Management science**, v. 58, n. 10, p. 1834-1853, 2009.

CORSO, R. M., KASSAI, J. R., LIMA, G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)** 6.2 (2012).

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

DEWENTER, Kathryn L.; WARTHER, Vincent A. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 879-904, 1998.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

FACCIO, Mara; LANG, Larry HP; YOUNG, Leslie. Dividends and expropriation. **American Economic Review**, p. 54-78, 2001.

FACCIO, MARCHICA E MURA, Mara; MARCHICA, Maria-Teresa; MURA, Roberto. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. **Review of Financial Studies**, v. 24, n. 11, p. 3601-3641, 2011.

FAMA, Eugene F.; BABIAK, Harvey. Dividend policy: An empirical analysis. **Journal of the American statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, 1968.

FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

FREIRE, Claudia Marques. **Internacionalização de empresas brasileiras: o caso de O Boticário**. Rio de Janeiro, 2001.

FREITAS, Maria Cristina Penido; PRATES, Daniela Magalhães. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 173-198, 2016.

FUDENBERG, Drew; TIROLE, Jean. A theory of income and *dividend smoothing* based on incumbency rents. **Journal of Political economy**, p. 75-93, 1995.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL (FDC). **Ranking Transnacionais Brasileiras 2014**. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Documents/ranking_fdc_multinacionais_brasileiras2014.pdf>. Acesso em 22 de abril de 2015.

GAUD, P., JANI, E., HOESLI, M., e BENDER, A.. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European Financial Management**, v. 11, n. 1, p. 51-69, 2005.

GONZAGA, Rosimeire P.; COSTA, Fábio M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009.

GONZÁLEZ, Maximiliano, et al "The Effect of Ownership Concentration and Composition on Dividends: Evidence from Latin America." *Available at SSRN 2505720* (2014).

GUTTMAN, Ilan; KADAN, Ohad; KANDEL, Eugene. Dividend stickiness and strategic pooling. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 12, p. 4455-4495, 2010.

HALL, Bronwyn H. et al A note on the bias in herfindahl-type measures based on count data. **Revue d économie industrielle-paris-editions techniques et économiques-**, v. 110, p. 149, 2005.

HALL, Thomas W. The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n.3, p.0-583, 2012.

HARADA, Kimie; NGUYEN, Pascal. Ownership concentration and dividend policy in Japan. **Managerial Finance**, v. 37, n. 4, p. 362-379, 2011.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. **São Paulo: Atlas**, p. 277-297, 1999.

JAVAKHADZE, David; FERRIS, Stephen P.; SEN, Nilanjan. An international analysis of *dividend smoothing*. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 200-220, 2014.

JENSEN, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review** 76:323–29.

JEONG, Jinho. Determinants of *dividend smoothing* in emerging market: The case of Korea. **Emerging markets review**, v. 17, p. 76-88, 2013.

JOHANSON, Jan; VAHLNE, Jan-Erik. The internationalization process of the firm-a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of international business studies**, p. 23-32, 1977.

KADAPAKKAM, Palani-Rajan; MARTINEZ, Valeria. Ex-dividend returns: The Mexican puzzle. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 11, p. 2453-2461, 2008.

KHAN, Tehmina. Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. **The Economic Journal**, v. 116, n. 510, p. C172-C189, 2006.

LA PORTA, Rafael et al Agency problems and dividend policies around the world. **The journal of finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LA PORTA, Rafael et al Investor protection and corporate valuation. **The journal of finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LA PORTA, Rafael et al Legal determinants of external finance. **The journal of finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAMBRECHT, BART M., e STEWART C. MYERS. **A Lintner model of dividends and managerial rents**. National Bureau of Economic Research, 2010.

LANG, Larry HP; LITZENBERGER, Robert H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?. **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 1, p. 181-191, 1989.

LEARY, Mark T.; MICHAELY, Roni. Determinants of *dividend smoothing*: Empirical evidence. **Review of Financial studies**, v. 24, n. 10, p. 3197-3249, 2011.

LEMMON, Michael L.; ZENDER, Jaime F. Debt capacity and tests of capital structure theories. 2010.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **The American Economic Review**. V. 46. p. 97-103, 1956.

LITZENBERGER, R. H; RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

MACHLUP, Fritz. Theories of the firm: marginalist, behavioral, managerial. **The American economic review**, v. 57, n. 1, p. 1-33, 1967.

MANCINELLI, Luciana; OZKAN, Aydin. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. **European Journal of Finance**, v. 12, n. 03, p. 265-282, 2006.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, jan-fev, 2012.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2000.

MEYER, R. **The Internationalization Process of the Firm Revisited: Explaining Patterns of Geographic Sales Expansion**, Management Report, 300, Erasmus University, Rotterdam, 1996.

MICHAELY, Roni; ROBERTS, Michael R. Corporate dividend policies: Lessons from private firms. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 3, p. 711-746, 2012.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

NUNES, J. G., TEIXEIRA, A. J., NOSSA, V., e GALDI, F. C. Analysis of the variables that influence firms' adhesion to the BM&FBovespa corporate sustainability index. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.

NUNES, Julyana Goldner et al Analysis of the variables that influence firms' adhesion to the BM&FBovespa corporate sustainability index. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.

OGDEN, Joseph P.; JEN, Frank C.; O'CONNOR, Philip F. **Advanced corporate finance: policies and strategies**. Pearson College Division, 2003.

O'HARA, Maureen. Presidential address: Liquidity and price discovery. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1335-1354, 2003.

OMAR, Normah; RIZUAN, Shazrina. Financial deceitful trick through *dividend smoothing*. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 145, p. 300-307, 2014.

PINKOWITZ, Lee; STULZ, René M.; WILLIAMSON, Rohan. **Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?**. National Bureau of Economic Research, 2003.

PROCIANOY, Jairo L.; POLI, Beatriz TC. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.

RAITH, Michael. Competition, risk, and managerial incentives. *American Economic Review* v. 93, p. 1425–1436, 2003.

RANGVID, Jesper et al **Global asset pricing: Is there a role for long-run consumption risk?**. School of Economics and Management, University of Aarhus, 2009.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira – Corporate Finance**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROZEFF, Michael. How companies set their dividend-payout ratios. **Stern, JM and Chew, DH, The Revolution in Corporate Finance, Blackwell Publishers, Oxford**, 1992.

ROZYCKI, John J. A tax motivation for smoothing dividends. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 37, n. 2, p. 563-578, 1997

SHAO, Qihong; SUN, Peng; CHEN, Yi. WISE: a workflow information search engine. In: **2009 IEEE 25th International Conference on Data Engineering**. Ieee, 2009. p. 1491-1494.

SHENG, Hsia Hua; PEREIRA, Vinícius Silva. Effects of internationalization on ownership structure: evidence from Latin American firms. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 11, n. 3, p. 323-339, 2014.

SHLEIFER, Andrei et al Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHORT, Helen; ZHANG, Hao; KEASEY, Kevin. The link between dividend policy and institutional ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 2, p. 105-122, 2002.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. RAUSP- **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, S. M. B. The influence of agency costs on the dividend policy of brazilian listed companies. In: ENANPAD, 27, 2003, Atibaia. **Anais**. Atibaia: ANPAD, 2003.

TIROLE, Jean. **The theory of industrial organization**. MIT press, 1988.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

TRUONG, Thanh; HEANEY, Richard. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 47, n. 5, p. 667-687, 2007.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development (2013). "Global Value Chains: Investment and Trade for Development". **World Investment Report 2013**, Geneva, 26 June 2013.

VALIPOR, Hashem; ROSTAMI, Vahab. Asymmetric information and dividend policy in emerging markets: Empirical evidences from Iran. **International Journal of Economics and finance**, v. 1, n. 1, p. 203, 2009.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade, Brasília, ano**, v. 31, p. 38-47, 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Applications of generalized method of moments estimation. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 4, p. 87-100, 2001.

ZARE, R., KIAFAR, H., KANANI, M. A., e FARZANFAR. Dividend Policy from the Signaling Perspective and its Effects on Information Asymmetry among Management and Investors. 2013.