

Impacto da internacionalização na distribuição de dividendos das empresas brasileiras

VITOR FONSECA MACHADO BELING DIAS

CRISTIANO AUGUSTO BORGES FORTI
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

Impacto da internacionalização na distribuição de dividendos das empresas brasileiras

1. Introdução

Vários pesquisadores estudam a relação entre internacionalização e desempenho, porém, os resultados das pesquisas são divergentes entre si (Hsu, 2006).

Grant (1987) por exemplo, encontrou uma relação linear positiva para a relação entre internacionalização e desempenho, ao passo que Collins (1990) afirmou que essa relação acontece de forma linear negativa. Diferente dos estudos citados, Ruigrok & Wagner, (2003) encontraram uma relação em forma de U, e autores como Gomes & Ramaswamy (1999) identificaram formato de U invertido; além de uma relação curvilínea em forma de S horizontal, denominada teoria dos três estágios de internacionalização por Contractor, Kundu e Hsu (2003), sendo que a maioria dos estudos desta temática focam principalmente em países desenvolvidos.

Dentre os vários motivos que levam as empresas a se internacionalizar, um dos principais é a busca por um melhor desempenho e eficiência (Altaf & Shah, 2015; Duning 2000). Além disso, o desempenho influencia diretamente a distribuição de dividendos das empresas, conforme Forti, Peixoto & Alves (2015) argumentaram em seu estudo.

Tendo em vista a escassez de estudos brasileiros a respeito da internacionalização e dividendos, este estudo visa preencher tal lacuna de pesquisa examinando a relação entre internacionalização e distribuição de dividendos pelas empresas brasileiras.

Existem várias teorias que estudam o pagamento de dividendos, como a teoria da relevância dos dividendos, em que os autores de destaque são Lintner (1956) e Gordon (1959), que defendem a existência de uma relação entre o montante de dividendos pagos e o valor das ações da empresa. Por outro lado Modigliani & Miller (1961) identificaram que os dividendos distribuídos não afetam o valor de mercado da empresa e nem a rentabilidade dos investidores.

No caso brasileiro, Forti, Peixoto & Alves, (2015) verificaram que existem fatores que determinam a política de distribuição de proventos das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores (B3), que são : tamanho, desempenho, *Market to Book*, liquidez e crescimento dos lucros.

Existem evidências que, em períodos de crise, as empresas brasileiras que emitem ADR (American Depositary Receipt – ações de empresas brasileiras negociadas em bolsas

estrangeiras) pagam mais dividendo em relação as que não o fazem, conforme mostrado no estudo de Davi Silva, Moreira, Pereira, Rezende & Pitangui (2016).

Assim, no intuito de ampliar a abrangência de estudos relacionados ao efeito da internacionalização no pagamento de dividendos das empresas do Brasil, o problema de pesquisa desse trabalho é o seguinte : **qual a relação entre o grau internacionalização e pagamento de dividendos das empresas brasileiras?** Os objetivos específicos deste estudo são: verificar se existe um ponto ótimo de internacionalização que faz com que a empresa pague mais dividendos e, verificar se a interação entre internacionalização e desempenho modera positivamente a distribuição de dividendos das empresas.

Desse modo, o presente estudo contribui para a literatura de internacionalização, pois a maioria dos estudos sobre internacionalização relacionados a desempenho e pagamento de dividendos são elaborados em países desenvolvidos, e como este estudo será focado no mercado brasileiro, pode contribuir para esta temática em mercados emergentes. Além disso, o estudo auxilia investidores que buscam opções de carteiras focadas em dividendos a tomarem decisões mais assertivas.

Este trabalho contribui também preenchendo a lacuna existente a respeito do uso da internacionalização como fator importante na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

O artigo será organizado da seguinte maneira: no segundo item será exibido o referencial teórico a respeito do tema, no terceiro tópico será explicada a metodologia e os dados utilizados. Na quarta etapa serão apresentados os resultados e suas análises, e em seguida, a conclusão do trabalho.

2. Referencial Teórico

2.1 - Internacionalização e desempenho

Existem vários motivos pelos quais as empresas optam pela estratégia de internacionalização e, majoritariamente, as empresas o fazem no intuito de melhorar o desempenho (Hsu et al., 2013).

Dentre as vantagens relacionadas à atuação global, algumas se destacam como obter vantagens competitivas, possibilidade de geração de economia de escala e escopo, novas fontes de rendas advindas de outros lugares geográficos, dentre outros (Altaf & Shah, 2015).

Li (2007) defende que a decisão de atuar em mercados estrangeiros é baseada em uma análise de custo e benefício e argumenta que uma empresa somente usufrui dos benefícios da

internacionalização quando os retornos marginais dos mercados externos superam os retornos marginais dos mercados internos.

Desse modo, a internacionalização proporciona às empresas um conjunto de benefícios, o que tende a melhorar suas receitas e conseqüentemente seu desempenho. Em contrapartida, a internacionalização também expõe as empresas a riscos, que podem fazer com que seus custos aumentem e que seu desempenho seja prejudicado (George, Wiklund & Zahra, 2005). Além disso, o aumento da internacionalização pode aumentar os custos de transação e outros custos relacionados ao processamento de informações, de modo a reduzir o desempenho (Hitt, Hoskisson & Ireland, 1994).

Existem vários trabalhos empíricos sobre a relação entre internacionalização e desempenho, porém não existe um consenso para essa relação. Pesquisas anteriores, por exemplo, Grant (1987) apresentou uma relação linear positiva para tal relação, ou seja, quanto mais a empresa se internacionaliza, melhor é o seu desempenho.

Em contraponto, estudos de Collins (1990) mostram uma relação linear negativa, de modo que quanto mais a empresa se internacionaliza, pior é a sua performance. Outros trabalhos identificaram que essa relação se dá em formato de U, sendo que em um primeiro momento o desempenho é alto, caindo logo em seguida até chegar em certo ponto, e após isso ele volta a melhorar (Ruigrok & Wagner, 2003); e também em forma de U invertido, em que existe um ponto ótimo de internacionalização que a empresa atinge o desempenho máximo e, partir daí, se a empresa continuar expandindo a internacionalização seu desempenho diminui (Gomes & Ramaswamy, 1999). Por fim, outra situação já encontrada em estudos recentes é a relação curvilínea em forma de S horizontal (teoria dos três estágios de internacionalização) em que o desempenho começa baixo, atinge um ponto alto em seguida, volta a cair, e finaliza ao retornar a seu ponto máximo (Contractor et al., 2003).

Sheng & Pereira (2013) defenderam que a internacionalização das empresas de países em desenvolvimento pode reduzir a restrição financeira destas empresas e facilitar o acesso a fontes de financiamento internacionais, e por outro lado, aumentar a complexidade da gestão e com isso aumentar os conflitos de agência e assimetria informacional.

No Brasil, Cunha & Pereira (2016) encontraram em seu trabalho que a relação entre internacionalização e desempenho das empresas de capital aberto se dá em formato de U, sendo que os autores identificaram nas etapas iniciais de internacionalização, os custos adicionais da internacionalização superam seus benefícios, logo, em um primeiro momento resulta em um pior desempenho, todavia, após atingir um certo nível de internacionalização,

os benefícios incrementais superam os custos produzindo, portanto, uma relação positiva e melhorando, conseqüentemente, sua performance.

Considerando a teoria exposta, e que a relação acima predomina para o caso brasileiro, a primeira hipótese que norteia esse trabalho é a seguinte :

H1 : O efeito moderador da relação entre internacionalização e desempenho exerce papel positivo na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

2.2 - Dividendos

A política de distribuição de dividendos é um assunto muito discutido em finanças, uma vez que este assunto interessa aos gestores, para saberem a quantidade de lucros que deve ser distribuída, e também aos acionistas interessados em receber seus proventos, além dos demais agentes econômicos (Zanon, Araújo & Nunes, 2017).

Existem várias teorias voltadas para a explicação da política de dividendos, porém não existe um consenso a respeito de aplicação de cada uma. Assaf Neto (2014) afirma que nenhuma delas individualmente possui destaque em relação às demais e que cada teoria isolada oferece uma parcela da explicação da política de dividendos e seu impacto no valor da empresa, bem como outras conseqüências decorrentes disso.

Ainda conforme o autor, a política de dividendos deve ser estabelecida visando a maximização da riqueza dos acionistas, sendo que a decisão de reter lucro deve ser tomada em casos que as oportunidades de investimentos nos negócios da empresa forem mais atraentes em relação aquelas dispostas alternativamente aos acionistas.

Em um dos trabalhos de maior destaque nessa área, os autores Modigliani & Miller (1961) defenderam que a distribuição de dividendos não alteram o valor da empresa, que ficou conhecida como Teoria da Irrelevância dos dividendos. Os autores consideraram ausência de impostos e custos de transação, bem como trabalharam baseados na hipótese do mercado perfeito para chegarem a tal conclusão.

Em contraponto, Lintner (1956) e Gordon (1959) identificaram em seu estudo que existe uma relação direta entre a distribuição de dividendos das empresas e seu valor de mercado, sendo os pioneiros na Teoria da relevância dos dividendos. No estudo de Lintner (1956), o autor também identificou que diante de um ambiente de escassez, as empresas preferiam recorrer a capitais de terceiros e se endividarem ao invés de diminuir ou eliminar a distribuição de dividendos, identificando portanto certa estabilidade na política de dividendos no longo prazo.

Outra corrente teórica é conhecida como Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen & Meckling (1976), que considera a empresa como um conjunto de contratos, em que os acionistas possuem direito sobre os ativos e fluxos de caixa. Acionistas e gestores procuram agir em conforme seus interesses, sendo que os objetivos deles são alcançados sob visões e perspectivas diferentes, o que cria divergências e conflitos entre as duas partes. Estes conflitos tendem a ser eliminados, e essa eliminação gera custos, denominados de custos de agência.

Os autores acima defendem a vinculação do aumento do salário dos gestores conforme resultados obtidos, argumentando ainda que o nível de endividamento e a distribuição de dividendos são instrumentos de controle sobre os gestores, pois ao diminuir os recursos financeiros disponíveis, cresce a pressão dos acionistas sobre a empresa (ou sobre os gestores) por parte do mercado, e esta pressão leva a um controle dos custos de agência.

Eles defendem ainda que, as oportunidades de crescimento desencadeiam aumento no endividamento, obrigando que os executivos sejam mais eficientes, de modo que nessa visão, o pagamento de dividendos tem um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas, e perante a distribuição de dividendos, o capital disponível diminui, reduzindo a margem de manobra dos gestores para gerenciar os recursos da empresa, (Almeida, Pereira & Tavares, 2015). DeAngelo, DeAngelo & Skinner (2004) argumentaram que as empresas pagam dividendos para reduzir os custos de agência, associados a um indicador de endividamento baixo e a elevados fluxos de caixa.

Por fim, dentre outras teorias a respeito do tema, a teoria da sinalização é uma das que mais se destacam. Elaborada primeiramente por Miller & Rock (1985), a Teoria da Sinalização dos Dividendos afirma que a decisão sobre distribuição de dividendos transmite ao mercado sinais sobre o desempenho futuro da empresa. Desse modo, essa corrente argumenta que quando a distribuição de dividendos da empresa aumenta, o mercado reage positivamente e cria expectativas positivas a respeito do desempenho futuro da empresa, e o movimento contrário gera uma expectativa pessimista (Cioffi & Famá, 2010).

Esta teoria baseia-se na assimetria de informação, caracterizada pelo fato de uma das partes possuir mais informações em relação à outra, isto é, os gestores possuem mais informações sobre o futuro da empresa do que o mercado. Os gestores usam esta diferença de posse de como maneira de sinalizar para o mercado suas expectativas futuras através da política de dividendos (Miller & Rock, 1985).

Para o Brasil existem evidências da aplicabilidade dessa teoria por parte das empresas. Forti, Peixoto & Alves (2015) identificaram em seu estudo que variáveis como tamanho, desempenho, *Market to Book*, liquidez e crescimento dos lucros estão relacionadas

positivamente com a distribuição de dividendos, e, além disso foi identificado uma relação da distribuição de dividendos como sinalização tanto para os investidores quanto para redução de conflitos entre controladores e acionistas minoritários.

2.3 - Dividendos e internacionalização nas empresas brasileiras

São várias as razões que motivam a adoção de uma estratégia de internacionalização pelas companhias, e, majoritariamente, elas buscam gerar um melhor desempenho para a organização, e portanto, se espera melhor desempenho das empresas internacionalizadas (Altaf & Shah, 2015; Floriani & Fleury, 2012).

No trabalho elaborado por, Forti, Peixoto & Alves (2015) foi verificado que o desempenho exerce influencia direta na distribuição de dividendos pelas empresas brasileiras, assim como outro fatores anteriormente citados.

Oliveira & Pereira (2017) argumentam que empresa brasileiras em um estágio inicial de internacionalização tendem a pagar mais dividendos, sendo necessário que elas tenham uma certa estabilidade pois estão mais propensas a contraírem mais dívidas. Além disso, como nesse estágio geralmente são adquiridas mais dívidas no mercado externo em relação ao interno, as empresas pagam mais dividendo para diminuírem os conflitos de agência e assimetria informacional, realizando em maior escala o *dividend smoothing*, que é a prática de manter a distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (Javakhadze, Ferris & Sen, 2014).

No estudo de Davi Silva et al., (2016) os resultados apontaram que, em períodos de crise, as empresas brasileiras internacionalizadas emissoras de ADR (American Depositary Receipts) entregaram maior *payout* para seus acionistas comparadas com aquelas que não emitem tais títulos.

Considerando que a relação entre internacionalização e desempenho das empresas brasileiras se dá em forma de U, que o desempenho delas exerce influência direta na distribuição de dividendos, e assumindo que em determinados momentos (como início do estágio de internacionalização e em determinados períodos de crise) algumas empresas internacionalizadas pagam mais dividendos do que outras, a outra hipótese que norteia o trabalho é a seguinte :

H2 : Existe um ponto ótimo de internacionalização das empresas brasileiras que faz com que elas paguem mais dividendos aos seus acionistas.

3. METODOLOGIA

O presente trabalho se caracteriza como descritivo quantitativo, em que foi utilizada regressão linear múltipla com dados em painel, procedimentos executados no software Stata versão 14. Foi analisado o período de 2010 a 2018, pois em 2010 houve uma mudança na legislação contábil (lei 10.303/2010), em que foram feitas alterações relacionadas à contabilização e divulgação de dados econômicos e financeiros de acordo com os padrões do *International Financial Reporting Standards – IFRS*. Foram analisadas 320 empresas listadas na Bolsa de valores do período, o que gerou um total de 1.209 observações.

Os dados foram coletados até o ano de 2018, pois a coleta se deu em 2019. Além disso, as empresas financeiras foram excluídas da amostra devido a suas peculiaridades no que tange a contabilização e análise de informações financeiras.

3.1. Variáveis usadas no estudo

Variável dependente: **Dividendos (DIV)** - Será calculada pela soma dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio divididos pelo ativo total da empresa, conforme anteriormente feito por Forti, Peixoto & Alves (2015). A escolha do Ativo Total como denominador evita variações inexistentes na variável dependente, já que os dividendos se comportam de forma mais linear ao longo do tempo (Lintner, 1956).

3.2.1. Variável Independente: **Importação (INT)**- Utilizada nesse estudo como Proxy de internacionalização, devido a alta relação entre importação e custos, disponibilidade de caixa e consequente distribuição de dividendos. Essa Proxy já foi utilizada em trabalhos anteriores, como Santos & Pereira (2016).

3 - Variáveis de controle:

3.3.1 - **Retorno sobre Patrimônio (ROE)**, medido como lucro líquido dividido pelo Patrimônio, usada para representar o desempenho da empresa. Esta medida foi usada anteriormente por Vancin & Procianoy (2016), entre outros trabalhos. O sinal esperado é positivo, pois, conforme os mesmos autores, o desempenho possui relação direta e positiva com o pagamento de dividendo das empresas.

3.3.2 - **Tamanho da empresa (TAM)**. O tamanho da empresa é medido pela função logarítmica dos ativos totais, incluída neste modelo como variável de controle devido ao alto

grau de associação entre o tamanho da empresa e seu desempenho, conforme estudos anteriores relacionados a este tema, como Wu et al., (2012) e Hsu (2006), entre outros. Espera-se que quanto maior o tamanho da empresa, maior a propensão dela a pagar dividendos, conforme Renneboog & Trojanowski (2011).

3.3.3 - Alavancagem (ALAV). Alavancagem é medido como dívida total dividida por patrimônio. Vários estudos desta temática utilizaram este indicador como variável de controle, por exemplo, Wu et al., (2012) e Hsu (2006), entre outros. Os estudos relacionados a alavancagem das empresas em relação ao pagamento de dividendos são inconclusivos (apontam tanto para relação direta quanto inversa), logo o sinal esperado para essa variável é indeterminado.

3.3.4 - Market to Book (MTB): Medida pelo valor de mercado ajustado dividido pelo patrimônio da empresa. Espera-se que o mercado avalie melhor empresas que ofereçam um melhor fluxo de caixa presente e futuro para seus acionistas, por isso, a expectativa é de sinal positivo (Speranzini, 1994).

3.3.6 - Capex (CAP): Indica a taxa de investimento ou de crescimento do ativo imobilizado da empresa. Dado que empresas com elevados níveis de investimento normalmente são obrigadas a reter seus lucros para financiá-los sem alterar seu endividamento, esta variável interfere diretamente no pagamento de dividendos, e por isso foi introduzida ao modelo, de modo que seu sinal esperado é negativo (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

3.3.7 - Beta (BET): indica o risco sistemático da firma. Uma vez que os gestores são relutantes em aumentar os dividendos no presente e ter que reduzi-los no futuro (Lintner, 1956), acredita-se que eles sejam mais relutantes em pagar dividendos elevados em empresas com maior risco, portanto o sinal esperado é negativo (Rozeff, 1982; Bernardo & Ikeda, 2013).

3.3.8 - Crescimento dos lucros (LUC): Espera-se que empresas com maior crescimento dos lucros devem reduzir as incertezas dos gestores e, logo, pagar mais dividendos, portanto, o sinal esperado é positivo (Francis, Schipper, & Vicent, 2005).

Os modelos econométricos utilizados no trabalho serão os seguintes :

Modelo Linear :

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 INT + \beta_2 ROE + \beta_3 TAM + \beta_4 ALAV + \beta_5 MTB + \beta_6 CAP + \beta_7 BET + \beta_8 LUC + \varepsilon$$

Modelo Exponencial:

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 INT + \beta_2 (IMPORT)^2 + \beta_3 ROE + \beta_4 TAM + \beta_5 ALAV + \beta_6 MTB + \beta_7 CAP + \beta_8 BET + \beta_9 LUC + \varepsilon$$

Modelo de Interação:

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 INT + \beta_2 (IMPORT) \times (ROE) + \beta_3 ROE + \beta_4 TAM + \beta_5 ALAV + \beta_6 MTB + \beta_7 CAP + \beta_8 BET + \beta_9 LUC + \varepsilon$$

O detalhamento dos dados utilizados são mostrados no quadro a seguir :

Tabela 1 – Descrição das variáveis

Descrição da Variável	Nome da Variável	Tipo da Variável	Forma de Cálculo	Fonte	Sinal Esperado
Dividendos/Ativo Total	DIV	Variável Dependente	Soma dos Dividendos e Juros sobre Capital Próprio divididos pelo Ativo Total.	Economática	
Importação	INT	Variável Independente	Fornecedores estrangeiros	Economática	+
Desempenho organizacional	ROE	Variável de Controle	Lucro líquido/Patrimônio	Economática	+
Tamanho	TAM	Variável de Controle	Log Natural de ativos totais	Economática	+
Endividamento	ALAV	Variável de Controle	Passivo total / Patrimônio Líquido	Economática	+/-
<i>Market to book</i>	MTB	Variável de Controle	Valor de mercado ajustado / valor contábil da empresa	Economática	+
Capex	CAP	Variável de Controle	Taxa de crescimento do Ativo Imobilizado	Economática	-
Beta (risco sistemático)	BETA	Variável de Controle	Beta da empresa fornecido pelo Economática	Economática	-
Crescimento dos lucros	LUC	Variável de Controle	Lucro atual – lucro anterior / lucro anterior	Economática	+

Fonte : Elaborado pelo próprio autor

As técnicas de análise serão: Regressão Múltipla (MQO) e Análise de Dados em Painel, procedimento adotado anteriormente em diversos estudos (Capar & Kotabe, 2003; Tallman & Li, 1996).

4. Análise de resultados

A Tabela 2 mostra as correlações das variáveis usadas no trabalho. É possível perceber que a internacionalização e a distribuição de dividendos são estatisticamente significantes, sendo possível inferir que, empresas brasileiras internacionalizadas possuem uma tendência em distribuir dividendos, conforme Davi Silva et al., (2016).

Tabela 2 – Matriz de correlação

	DIV	INT	ROE	TAM	ALAV	LUC	BETA	MKTB	CAP
DIV	1								
INT	0.0579*	1							
ROE	0.0143	-0.0037	1						
TAM	-0.3107*	0.1102*	-0.0302	1					
ALAV	-0.0354	0.0323	-0.0134	0.1892*	1				
LUC	0.003	0.0112	-0.1070*	0.0238	0.0059	1			
BETA	-0.0364	-0.0237	-0.0550*	0.0776*	0.0701*	0.0097	1		
MKTB	0.0481*	0.0125	0.0034	0.0189	0.1271*	-0.0111	-0.0298	1	
CAP	0.0087	-0.0057	0.0014	0.0019	0.0505*	0.0032	-0.0137	-0.0208	1

Fonte : Elaborado pelo próprio autor

Foi efetuado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), para detecção de multicolinearidade. O resultado ficou dentro do parâmetro esperado (Mean VIF < 5) e, portanto, o modelo não possui este problema (Fávero et al., 2014).

Além disso, foram executados também os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, respectivamente, com o objetivo de se escolher o modelo mais apropriado para executar a regressão, entre *Pooled*, efeito fixo ou efeito aleatório. Como todos os resultados foram menores que 0,05, o modelo mais recomendado foi o efeito fixo (Fávero et al., 2014).

Ademais, foi verificada ainda a ausência de autocorrelação através do Teste de Wooldridge ($p < 0,05$), e, por fim, foi realizado o teste de Teste de White para identificar problemas de heteroscedasticidade, e como os resultados ficaram dentro do padrão escolhido, ($p < 0,05$), o modelo não apresentou esses problemas (Fávero et al., 2014).

Tabela 3 – Modelos de regressão com dados em Painel

Variável dependente: Dividendo/Ativo total	Modelos de regressão		
	Modelo Linear	Modelo Quadrático	Modelo de Interação
INT	0.0033* (0.0017)	0.0057** (0.0020)	-0.0072 (0.0040)
TAM	-1.9834* (0.8372)	-2.0038* (0.8259)	-2.0930* (0.8590)
ROE	0.0015** (0.0006)	0.0015** (0.0006)	0.0002 (0.0005)
ALAV	-2.3034* (1.2252)	-2.3512* (1.2387)	-1.2216 (0.6888)
LUC	0.0341 (0.0230)	0.0341 (0.0232)	-0.0066 (0.0585)
BETA	0.5329 (0.6926)	0.5542 (0.6896)	1.2444 (1.0788)
MKTB	0.2946 (0.2310)	0.2956 (0.2313)	0.3603 (0.4236)
CAP	-0.1039*** (0.0193)	-0.1037*** (0.0190)	-0.1261*** (0.0127)
INT ²		-0.000** (0.00000)	
INT X ROE			0.0051* (0.0026)
Cons	19.0885*** (4.9137)	19.0958*** (4.8377)	19.7746*** (4.6118)

Observations	1209	1209	1209
R²	0.055	0.057	0.076
R²Ajustado	0.049	0.050	0.067
RMSE	20.3829	20.3765	20.0654
Breusch - Pagan	P<0.05		
Chow	P<0.05		
Hausman	P<0.05		
White	P<0.05		

Significância : * p<0.1, **p<0.05, *** p<0.01

Nota: Variáveis - INT (Importação- Internacionalização) TAM - (Tamanho); ROE – (Desempenho); ALAV (Endividamento) – BETA (risco sistemático) – LUC (Crescimento dos lucros); INT²(Internacionalização elevada ao quadrado); INTxROE(Interação entre Internacionalização e desempenho).

Fonte: Elaborado pelo próprio autor, usando o software Stata.

No modelo linear, a internacionalização e o desempenho se mostraram estatisticamente significantes com sinal positivo. Os resultados confirmam a expectativa, pois estudos anteriores confirmam que empresas brasileiras de capital aberto têm um melhor desempenho após se internacionalizarem (Cunha & Pereira, 2016), logo, a propensão delas a distribuir dividendos é maior (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

O tamanho, endividamento e o Capex (crescimento do ativo imobilizado) também foram significativos, porém com sinal negativo. Contrariando muitos estudos relacionado a dividendos, nesse caso o tamanho possui relação inversa, sendo possível inferir que, no caso da internacionalização, como o crescimento da empresa envolve expansão em escala global, a complexidade da gestão se intensifica, o que pode comprometer seu desempenho, conforme Sheng & Pereira (2013) e, conseqüentemente prejudicar a distribuição de dividendos delas. A explicação para o capex, que é o crescimento do ativo imobilizado, está associada ao custo de expansão da firma, pois, se a firma decide alocar mais recursos em expansão ela terá menos recursos para distribuir em forma de dividendos, portanto o sinal negativo é esperado em situações como esta. Para o endividamento, uma explicação plausível é que, a empresa que está endividada deve focar seus recursos para quitação de suas dívidas no geral, de modo a diminuir a disponibilidade de recursos, comprometendo portanto a distribuição de dividendos (Altaf & Shah, 2015).

No modelo quadrático, as variáveis internacionalização e desempenho permaneceram estatisticamente significativas com sinal positivo, e tamanho, alavancagem e capex com sinal negativo, sendo que a explicação é similar à supracitada. O principal ponto desse modelo é que a relação entre internacionalização e distribuição de dividendos se dá em forma de U invertido, ou seja, existe um ponto ótimo em que a internacionalização impacta em maior distribuição de dividendos, o que confirma a segunda hipótese desse artigo.

A explicação se baseia nas teorias da relevância de Lintner (1956) e Gordon (1959), sinalização conforme estudo de Forti, Peixoto & Alves (2015) e no estudo relacionado ao *smoothing*, de Oliveira & Pereira (2017), pois as empresas internacionalizadas, conforme teoria da relevância, pagam dividendos frequentemente com certa estabilidade (Lintner, 1956; Gordon, 1959), mesmo em períodos de crise (Davi Silva et al., 2016), por acharem importante, tanto para indicar solidez financeira, quanto para mostrarem aos seus fornecedores estrangeiros que elas possuem boa condição financeira e capacidade de pagamento (dado que a Proxy usada foi importação), podendo ser também uma maneira de sinalização para o mercado (Forti et al., 2015), que as finanças da empresa estão em boas condições no sentido da empresa buscar maior credibilidade com seus acionistas, investidores, e fornecedores.

Ainda neste modelo, a significância estatística da internacionalização em relação aos dividendos em formato de U invertido indica que, o nível de internacionalização das empresas aumenta o pagamento de dividendos até um ponto ótimo, em que um aumento da internacionalização começa a reduzir seu pagamento. Ou seja, conforme análise dados, não adianta a empresa se internacionalizar exacerbadamente, pois isso pode comprometer a distribuição de dividendos de longo prazo. Considerando que a internacionalização tende a melhorar o desempenho das empresas (Altaf & Shah, 2015), este fenômeno também pode expor a empresas incorrerem em custos maiores (George *et al.*., 2005), desse modo, a tendência é que exista um ponto em que o desempenho da empresa internacional melhore, porém se ela continuar com o movimento de internacionalização seu desempenho piora, sendo este ponto o ponto ótimo de internacionalização das empresas com relação a distribuição de dividendos.

No modelo de interação, o tamanho e o capex permanecem estatisticamente significantes com relação inversa à distribuição de dividendos. Analisando isoladamente a internacionalização e o desempenho, elas não possuem significância estatística, porém, quando analisada a interação entre elas, a variável se mostra estatisticamente significativa com sinal positivo, indicando que empresas com desempenho positivo que são internacionalizadas

possuem uma tendência em distribuir dividendos. Conforme Forti, Peixoto & Alves (2015) o desempenho é importante em relação a distribuição de dividendos, além do que a interação entre desempenho e internacionalização pode ser uma exemplificação da teoria da sinalização defendida pelos mesmos autores, em que as empresas tem interesse de distribuir dividendos para mostrar não somente aos investidores nacionais, mas também aos agentes econômicos internacionais (investidores, agências de rating, etc), que elas estão bem financeiramente e mostram isso através da distribuição de dividendos. Portanto, a primeira hipótese desse trabalho também foi confirmada, pois o efeito moderador da relação entre internacionalização e desempenho exerce papel positivo na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

5. Conclusão

Este estudo analisou a relação da internacionalização e distribuição de dividendos das empresas brasileiras, além da moderação da internacionalização e desempenho na distribuição de dividendos.

Os resultados confirmaram uma relação de U invertido entre internacionalização e distribuição de dividendos e um efeito positivo da moderação entre internacionalização e desempenho no pagamento de proventos pelas empresas. Isso permite inferir que as empresas brasileiras internacionalizadas possuem um ponto máximo com relação à distribuição de dividendos, além do que o fazem com certa frequência (baseado na teoria do smoothing e relevância), sendo também uma forma de sinalização ao mercado.

Como limitações do estudo, é preciso reconhecer que a Proxy usada para internacionalização não é multidimensional, porém, indicadores multidimensionais de internacionalização no Brasil ainda são escassos, o que poderia comprometer a execução deste trabalho, além do que, a Proxy utilizada é condizente com a situação do estudo, conforme justificado na metodologia.

Apesar disso, o estudo contribui para trabalhos na área de internacionalização e dividendos, além de auxiliar a pesquisa desse tema em países emergentes. O estudo é útil também para investidores focados em dividendos saberem que empresas internacionalizadas pagam dividendos constantemente e que existe um ponto ótimo para isso.

Este trabalho não teve como objetivo esgotar os estudos da área, e sim, ser um incentivo para que outras pesquisas nessa área possam ser elaboradas, para que os indicadores dessa temática sejam mais estruturados, com a intenção de auxiliar a consolidação da literatura relacionada ao tema.

6. Referências :

- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da política de dividendos: evidência de Portugal.
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2015). Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter?. *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 1(2), 76-84.
- Bernardo, H. P., & Ikeda, R. H. (2013). O enigma dos dividendos e risco sistemático. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 104-120.
- Capar, N., & Kotabe, M. (2003). The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of international business studies*, 34(4), 345-355.
- Cioffi, P. L. M., & Famá, R. (2010). O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado brasileiro. *Anais do Semead*, 8.
- Collins, J. M. (1990). A market performance comparison of US firms active in domestic, developed and developing countries. *Journal of International business studies*, 21(2), 271-287.
- Contractor, F. J., Kundu, S. K., & Hsu, C. C. (2003). A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of international business studies*, 34(1), 5-18.
- Cunha, P. F. D. (2016). A relação entre a internacionalização e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto. 83 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - 2016.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of financial economics*, 72(3), 425-456.
- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International business review*, 9(2), 163-190.
- Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Takamatsu, R. T.; Suzart, J. (2014). Métodos Quantitativos com Stata. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Floriani, D. E., & Fleury, M. T. (2012). O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 438-458.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 329-360.
- Grant, R. M. (1987). Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 79-89.
- George, G., Wiklund, J., & Zahra, S. A. (2005). Ownership and the internationalization of small firms. *Journal of management*, 31(2), 210-233.
- Grant, R. M. (1987). Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 79-89.
- Gomes, L., & Ramaswamy, K. (1999). An empirical examination of the form of the relationship between multinationality and performance. *Journal of international business studies*, 30(1), 173-187.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 41(2), 99-105.
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1994). A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance. *Journal of management*, 20(2), 297-326.
- Hsu, C. C. (2006). Internationalization and performance: The S-curve hypothesis and product diversity effect. *Multinational Business Review*, 14(2), 29-46.

- Hsu, W. T., Chen, H. L., & Cheng, C. Y. (2013). Internationalization and firm performance of SMEs: The moderating effects of CEO attributes. *Journal of World Business*, 48(1), 1-12.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sen, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29, 200-220.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Li, L. (2007). Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 117-139.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Miller, Merton H.; Rock, Kevin. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal Of Finance*, [s.l.], v. 40, n. 4, p.1031-1051, set. 1985. Wiley.
- Neto, A. A., & Lima, F. G. (2014). *Fundamentos de administração financeira*. Editora Atlas SA.
- Oliveira, L. N. S. (2017). Ensaio sobre dividend smoothing no Brasil: determinantes e o efeito da internacionalização.
- Pereira, V. S. (2013). *Ensaio sobre os efeitos da internacionalização na estrutura de capital e estrutura de propriedade de multinacionais latino-americanas* (Doctoral dissertation).
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2011). Patterns in payout policy and payout channel choice. *Journal of Banking & Finance*, 35(6), 1477-1490.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Ruigrok, W., & Wagner, H. (2003). Internationalization and performance: An organizational learning perspective. *Management International Review*, 43(1), 63-84.
- Speranzini, M. D. M., & Sanvicente, A. Z. (1994). Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais.
- Santos, M. A. (2016). Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro.
- Silva, N. D., Moreira, K. D. S., Pereira, V. S., Rezende, C. F., & Pitangui, C. (2016). Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Tallman, S., & Li, J. (1996). Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management journal*, 39(1), 179-196.
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas Brasileiras. *Revista brasileira de finanças. Rio de Janeiro. Vol. 14, n. 1 (mar. 2016), p. 89-123*.
- Wu, D., Wu, X. B., & Zhou, H. J. (2012). International expansion and firm performance in emerging market: evidence from China. *Chinese Management Studies*, 6(3), 509-528.
- Zanon, A. R. M., de Araújo, C. G., & Nunes, A. (2017). Influência Da Política De Dividendos No Valor De Mercado Das Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 326-339.