

**EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS INTERNACIONALIZADAS E NÃO INTERNACIONALIZADAS NO MERCADO DE CAPITAIS**

**DANNIE DELANOY CARR QUIRÓS**  
TECNOLÓGICO DE COSTA RICA  
carr.dannie@gmail.com

**VICTOR HUGO TEODORO FERREIRA DE SOUSA**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)  
victorh.teodoro@hotmail.com

**VINÍCIUS SILVA PEREIRA**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)  
viniuss56@ufu.br

# EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS INTERNACIONALIZADAS E NÃO INTERNACIONALIZADAS NO MERCADO DE CAPITAIS

## INTRODUÇÃO

A governança corporativa segundo da Silva (2004) é um conceito que existe a mais de 50 anos, porém apenas no começo do presente século se tornou um tema de interesse para as empresas de todo o mundo. Ainda segundo este autor, no Brasil, este tema tomou força na última década à medida que aumentavam os problemas da agência. Por exemplo, as relações entre os acionistas minoritários e majoritários foram mudando devido a reestruturação societária que sofreram as empresas brasileiras ocasionadas pelas privatizações, o ingresso de novos sócios e a internacionalização dos negócios.

Estes problemas de agência são abordados por La Porta *et al* (2000), os quais argumentam que os mesmos são altamente relevantes para a determinação e entendimento das políticas de dividendos ao redor do mundo. Estes autores, também deduziram que a proteção ao acionista é um importante fator para a determinação da distribuição de dividendos. Isto porque, quando o investidor se sente protegido —especialmente o acionista minoritário— eles estão dispostos a esperar mais para obter um rendimento maior e incerto no futuro. Caso contrário, preferem pegar sua parte independentemente do valor dos dividendos hoje do que um lucro maior e incerto no futuro.

Esta situação corresponde a um custo de agência explicado pela Teoria do Pássaro na Mão (Litner, 1956; Gordon, 1959) e pela Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976). Ribeiro *et al* (2013) acreditam que as boas práticas de governança corporativa são ferramentas que as empresas têm para diminuir estes conflitos de interesse. Estudos anteriores feitos por da Silva (2004), Jiraporn, Jang-Chul, & Kim, (2011) e Souza, Peixoto e Santos (2016) concordam que existe uma relação significativa e positiva entre o nível das práticas de governança corporativa e a quantidade de dividendos pagos aos acionistas de uma companhia.

Segundo Ribeiro *et al* (2013), as empresas que estão em ambientes altamente competitivos tendem a apurar uma distribuição de dividendos mais adequada. Além disso, procuram utilizar as práticas de governança corporativa para reduzir seus conflitos de agência. Martins & Famá (2012) também relatam a existência de conflitos entre acionistas controladores e minoritários no mercado brasileiro.

Moizinho *et al* (2014) assinalam que as empresas brasileiras com níveis de governança corporativa mais altos tendem a ter receitas maiores pelas exportações. De acordo com Souza, Murcia, Rosilene (2011) altos níveis de governança corporativa de empresas brasileiras estão relacionados com a emissão de títulos na bolsa de valores norte-americana. Estes dois argumentos demonstram como a governança corporativa afeta positivamente a internacionalização. Alem & Cavalcanti (2005) concordam que a internacionalização das empresas é um elemento importante para a sobrevivência das mesmas até mesmo no mercado nacional.

Entretanto, a internacionalização também traz alguns aspectos negativos. A expansão gerada por esse processo aumenta a quantidade e a diversidade de agentes envolvidos com a empresa, o que torna ainda mais complicado a gestão de conflitos de interesse. Assim ao se internacionalizar as empresas devem adotar melhores práticas de governança corporativa o que

consequentemente, leva a maiores pagamentos de dividendos de acordo com Brandão *et al* (2015). Dessa forma chega-se na seguinte pergunta de pesquisa: Qual o efeito da governança corporativa na distribuição de dividendos de empresas brasileiras que não emitem ADR?

Considerando o dito, o objetivo principal desta pesquisa é avaliar como a governança corporativa afeta a distribuição de dividendos de empresas que emitem ADRs brasileiras. Além disso, como objetivo secundário o estudo compara as mudanças neste âmbito entre as empresas que emitem ADR e as que não emitem.

O estudo da relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos em empresas internacionalizadas através da emissão de ADRs é importante devido à existência de um *gap* na literatura sobre a relação destas três variáveis. A causa do problema mencionado e a evidência sobre estudo semelhantes, norteiam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese H1: Existe uma relação significativa e positiva entre as variáveis distribuição de dividendos e governança corporativa nas empresas brasileiras que emitem ADR.

Hipótese H2: Existe diferença na relação da distribuição de dividendos e governança corporativa entre empresas brasileiras que emitem ADR com as que não emitem ADR.

A metodologia utilizada foi a regressão com dados em painel. Isto com a intenção de testar o tipo de relação e a significância das variáveis em estudo tanto para as empresas que emitem ADR como as que não emitem ADR. Depois comparar entre os dois grupos os resultados obtidos para determinar as diferenças e similitudes.

O trabalho se divide em seis seções. Primeiramente a introdução, a segunda seção corresponde ao referencial teórico onde foi sintetizada a revisão da literatura relacionada ao tema. Na terceira parte apresenta a metodologia utilizada para atingir os objetivos de pesquisa. A quarta parte é o análise dos resultados obtido pelas regressões e comparações. A quinta seção corresponde às considerações finais e finalmente as referências.

## **PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO**

Devido ao explicado anteriormente e com uma expansão maior na Fundamentação Teórica o problema de pesquisa determinado é qual o efeito da governança corporativa na distribuição de dividendos de empresas brasileiras que não emitem ADR? Em vista disso, o objetivo principal é avaliar como a governança corporativa afeta a distribuição de dividendos de empresas que emitem ADRs brasileiras. Também, como objetivo secundário o estudo visa comparar as diferenças neste âmbito entre as empresas que emitem ADR e as que não emitem.

## **FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

A seguir, foram apresentados estudos nacionais e internacionais da literatura de finanças que apontam a relação entre a Distribuição de Dividendos e a Governança Corporativa assim como fatores ligados à internacionalização que podem afetar um ou outro ou até mesmo a relação entre ambos.

### **Política de Dividendos**

De acordo Novis Neto (2002) os dividendos são a parte dos lucros das empresas que são distribuídos aos acionistas. A política de dividendos é um dos julgamentos mais difíceis e importantes tomados pelos administradores, representando as decisões sobre o quanto e como os administradores das empresas vão distribuir esses lucros.

A distribuição de dividendos é bastante controversa na literatura sobre finanças corporativas. Miller e Modigliani (1961) acreditavam que ela era irrelevante, numa visão, na qual em um mercado perfeito, a parcela do lucro distribuído não faz diferença para o investidor, pois o que ele não recebe como remuneração de seu capital ele ganharia na valorização de suas ações. Entretanto, sobre outra perspectiva, Litner (1956) explica que para os acionistas é melhor ter a garantia do retorno de seus investimentos no presente do que a incerteza de um crescimento da firma no futuro.

A Teoria da Agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) corrobora como o ponto de vista de Litner (1956), em que as decisões sobre dividendos são relevantes para as finanças das empresas. Para o autor o desmembramento entre controle e propriedade, proveniente da expansão e crescimento das organizações, ocasionou alguns reflexos como os conflitos entre os diversos *stakeholders*, criando problemas de agência que geram custos às organizações.

Litner (1956) também utiliza a teoria do pássaro na mão para melhor elucidar a relevância dos dividendos. Num mundo com muitos problemas de agência, os dividendos podem desempenhar um papel útil. Ao auferirem ganhos corporativos no presente os investidores não arriscam uma possível expropriação dos recursos pelos gestores. Essa teoria é uma analogia, onde os dividendos —um pássaro na mão— são melhores do que os ganhos retidos —um pássaro no mato—, isso porque o último talvez nunca se materialize como maiores dividendos futuros —pode voar para longe—.

Para La Porta (2000) a teoria do Pássaro na mão sendo uma analogia explicativa, expressa bem como é o posicionamento dos investidores frente a distribuição de dividendos da empresa. Ribeiro *et al* (2013) seguindo este raciocínio confirma que a segurança que a empresa passa —o pássaro no mato— é determinante no quanto os acionistas estão dispostos a receber de dividendos.

### **Governança Corporativa**

O conceito de Governança Corporativa de acordo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2017) começou a ser discutido durante o século passado devido aos conflitos inerentes da propriedade das empresas e às discrepâncias aos interesses dos sócios e/ou qualquer outro agente dentro da organização das companhias. Dessa forma, a governança corporativa pode ser definida como um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e monitoradas, envolvendo acionistas, cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.

Na visão de Ramos e Martinez (2006) a Governança Corporativa é o conjunto de práticas que alinham os interesses das diferentes partes de uma organização. Assim, Grun (2003) define a Governança Corporativa como práticas e relacionamentos de todas as partes interessadas, tanto internas como externas, com a finalidade de valorização dos ativos da empresa.

A Governança Corporativa é fundamental no mercado acionário (Ramos e Martinez, 2006), pois os investidores tendem alocar seus recursos onde se sintam mais seguros (Colombo e Galli, 2010). Segundo Monks e Minow (1995) as empresas que demonstram maiores práticas de governança, passam mais confiança aos investidores e conseqüentemente se tornam mais atrativas no mercado.

No Brasil, devido a uma crise no mercado de capital, a BM&F Bovespa com o objetivo de aumentar o desenvolvimento do mercado acionário criou uma listagem onde as empresas são separadas em níveis de governança. Assim, conforme as companhias adotam as regras

estabelecidas pela BM&F Bovespa elas vão se encaixando dentro de cada nível. Com isso é possível sinalizar aos investidores a situação das empresas quanto suas práticas de governança.

### **Internacionalização**

De acordo Villareal (2005) a internacionalização é definida como uma estratégia organizacional de crescimento que consiste na expansão de: operações, mercados, investimentos e entre outros. Desta forma, é possível as vantagens sair fora da região geográfica onde se estabeleceu o empreendimento para aumentar os benefícios gerados pela organização.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2002) a globalização corresponde a integração das sociedades, culturas e economias do mundo inteiro. Dessa forma, segundo Villareal (2005) fazer parte da globalização e aproveitá-la é importante para as economias nacionais e os negócios. Portanto, neste século, as organizações têm como estratégia fundamental a internacionalização dos seus negócios, tornando-se empresas multinacionais.

O interesse em internacionalizar está relacionado à busca de oportunidades mais vantajosas e o aumento de benefícios gerados pela empresa. Para da Silva (2004) as reestruturações, internacionalizações e mudanças na propriedade das empresas aumentaram os problemas da agência dentro as organizações. É neste ponto, onde a internacionalização, Governança Corporativa e Distribuição de Dividendos se cruzam. Pois com a combinação entre aumento da governança corporativa e aumento da distribuição de dividendos para atrair mais investimentos e a custos mais baixos — já que investidores sentem menor risco em relação à empresa — e assim a empresa tem capital para crescer, investir em novo projeto e aumentar a internacionalização (Santos, 2016).

### **Distribuição de dividendos, Governança corporativa e Internacionalização**

Segundo Bhattacharya et al (2016) a Governança Corporativa e a Distribuição de Dividendos são medidas substitutas ou complementares, para que os gestores consigam diminuir os riscos associados aos conflitos entre os agentes. Ou seja, para evitar custos de agências e conseguir angariar recursos para as firmas é possível melhorar a governança corporativa demonstrando para o investidor um menor risco, como também se pode recompensá-lo com maiores pagamentos de dividendos ou ainda adotar uma estratégia combinando os dois fatores.

Por outro lado, Ribeiro *et al* (2013) diz que a associação entre a Distribuição de Dividendos e a Governança Corporativa pode ser vista em uma relação direta, no qual a os pagamentos de dividendos de empresas demonstram sincronia com os níveis de governança em que elas são classificadas pela BM&FBOVESPA.

Corroborando com esta tese, Iquiapaza, Lamounier e Amara (2006) explicam que na Distribuição de Dividendos os administradores têm que se preocupar com os fatores que influenciam a governança corporativa como por exemplo a concentração de propriedade. Os investidores tendem a não escolher ações de empresas em que poucos acionistas têm o controle total da empresa, mesmo que no Brasil existem tipos de ações diferentes referentes ao poder de voto, o fator concentração impacta negativamente nos dividendos.

Bruni (1998) relata que o mais interessante para o investidor são os riscos e os retornos esperados dos ativos financeiros. Assim, uma Distribuição de Dividendos da empresa se pauta no quanto a empresa demonstra um menor risco, práticas de governança corporativas tendem expressar maior segurança, e como o quanto uma empresa paga dividendos pode influenciar o dilema risco-retorno.

Reforçando essa ideia Morimoto (2013) faz um levantamento de 443 companhias de capital aberto na BM&FBovespa e consegue averiguar a interdependência entre controladoria, os problemas de agência e as práticas de governança corporativa. A controladoria tem a incumbência de aferir os dados e registros contábeis a serem passadas para à alta cúpula da administração, exercendo a função de diminuir a assimetria de informação e gerir o conflito de agência, fornecendo aos acionistas mais confiabilidade.

Neste sentido, este trabalho segue as ideias de Souza, Peixoto e Santos (2012) que nos estudos sobre empresas brasileiras de mercado aberto os resultados encontrados apontam maiores pagamentos de dividendos em empresas com melhores práticas de governança corporativa. De igual forma os autores da Silva (2004), Jiraporn, Jang-Chul, & Kim (2011) também respalda o argumento que quanto maior governança corporativa, maior distribuição de dividendos. Em razão do exposto, foi elaborada a seguintes hipótese:

Hipótese H1: Existe uma relação significativa e positiva entre as variáveis distribuição de dividendos e governança corporativa nas empresas brasileiras que emitem ADR.

Em relação ao exposto por Alem e Cavalcanti (2005) as empresas que adotam estratégias de internacionalização, tem o intuito de ganhar vantagem competitiva. Essa estratégia visa dois pontos diferentes: primeiro é a busca de novos mercados, sendo este por meio de táticas como a exportações ou implantação de representações comerciais no exterior. O segundo consiste em adquirir algo de fora que lhe traga benefícios como tecnologias externas, mão-de-obra qualificada e/ou barata. Assim o interesse em internacionalizar está relacionado à busca de oportunidades.

Porém, para Andrade (2008) a internacionalização aumenta a diversificação e quantidade de agentes envolvidos com a companhia, o que torna a adoção da governança e a observância de seus princípios imprescindível para aumentar a transparência da administração e sua qualidade de prestação de contas. Assim Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) explicam que a Governança Corporativa é um sinalizador importante no processo de internacionalização.

Moizinho *et al* (2013) concluiu em seus estudos de empresas brasileiras de capital aberto entre 2005 e 2010 que a Governanças Corporativa e a Internacionalização apresentam uma relação positiva, ou seja, as práticas de governança ajudam no processo de internacionaliza da empresa.

No que tange os dividendos, Silva *et al* (2016) diz que o cenário pós-internacionalização se mostra mais conflituoso entre os agentes da organização. Tanto pelos custos incorridos para controlá-los, como pela propensão da expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários, assim, a tendência é que os acionistas passem a cobrar mais dividendos.

Neste sentido, Silva et al (2016) explica que o processo de internacionalização exige maiores práticas de governança corporativa e também gera uma maior desconfiança dos acionistas o que implica na necessidade de altos dividendos para compensá-los. Com isso, esta pesquisa parte com a elaboração de uma segunda hipótese:

Hipótese H2: Existe diferença na relação da distribuição de dividendos e governança corporativa entre empresas brasileiras que emitem ADR com as que não emitem ADR.

## METODOLOGIA

O presente artigo procura estudar como as práticas de governança corporativa afetam a Distribuição de Dividendos de empresas emissoras de ADR. Ademais, se verificou a diferença desta relação entre as empresas emissoras e não emissoras de ADR.

A amostra conta com empresas listadas na BM&FBovespa, excluindo-se as empresas financeiras devido a suas particularidades econômicas, financeiras e contábeis. As companhias foram separadas em dois grupos, as internacionalizadas em mercados de capitais, que são as empresas que emitem ADR e não internacionalizadas que são as que não emitem ADR. O tamanho final da amostra depois de coletados e tratados o dado foi no total de 672 companhias.

O estudo compreende o período entre 2006 a 2016. A escolha do período de estudo se dá porque os relatórios da Fundação Dom Cabral iniciaram em 2006 e 2016 é o último ano financeiro encerrado. Inicialmente foi utilizado empresas ranqueadas pela Fundação Dom Cabral e que emitem ADR como forma de categorizar as empresas no grupo de internacionalizadas. Porém esse método reduziu muito a amostra não permitindo obter nenhuma significância estatística nos resultados. Com isso, foi usado somente às empresas que emitem ADR e a classificação se deu pela forma de empresas internacionalizadas no mercado de capitais.

O processo de coleta de dados se deu através da base de dados Economatica®, na qual, foram colhidos dados econômico-financeiros, em especial os dividendos pagos por ação, vale ressaltar que foi considerado tanto os juros por capital próprio quanto a distribuição de dividendos conforme abordado por Souza, Peixoto e Santos (2011).

A variável dependente utilizada foi o Dividendo Por Ação (DPA) que equivale à Distribuição de Dividendos. Segundo (Muller e Tello (2003), o DPA é composto pela porcentagem — o quanto a empresa distribui — dos lucros obtidos naquele ano pela empresa dividido pelo número de ações ofertados. Desta forma, ele é influenciado tanto pelos resultados da empresa como pelas formas de atrair investimento.

Quanto ao nível de Governança Corporativa, foi utilizado o mesmo critério que Chavahal da Silva (2013), no qual é criado uma variável *dummy* com os três parâmetros de governança corporativa utilizados pela BM&F Bovespa. Estes são Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Para consolidar mais esta variável foram utilizadas variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e a concentração de controle.

Aplica-se a porcentagem do capital total mantida pelo maior acionista e a razão entre o número de ações ordinárias e a quantidade total de ações da empresa de acordo com Louvet e Amaral (2011). Também foram adicionadas ao estudo as emissões de ADRs, devido ao fato de impor às empresas melhores práticas de governança para entrar em bolsas estrangeiras, assim assume-se que essa variável deve ser correlacionada com a qualidade da governança corporativa com relação ao pesquisado por Silveira, Barros e Famá (2006).

Para a análise dos dados utilizou-se regressão com dados em painel mediante o *software* Stata. Com base no modelo feito por Souza, Peixoto e Santos (2016) e de Jiraporn, Kim e Kim (2011), foi arquitetado o seguinte modelo econométrico para os dados das empresas internacionalizadas no mercado de capitais:

$$DPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 (IGCit) + \beta_2 (AONit) + \beta_3 (CCit) + \beta_4 (TAMit) + \beta_5 (ALVit) + \beta_6 (ROAit) + \beta_7 (SETit) + \beta_8 (CRASH) + \beta_9 (CRESit) + \beta_{10} (DOLit) + \beta_{11} (DOLit \times AONit) + \beta_{12} (DOLit \times IGCit) + \epsilon_{it}$$

(Modelo 1)

Foi preciso elaborar outro modelo para avaliar as empresas que não emitem ADR porque não possuem DOI e isto impossibilitou a aplicação do mesmo modelo das empresas que sim emitem ADR, o modelo apresenta-se a seguir:

$$DPA_{nit} = \beta_0 + \beta_1 (IGC_{nit}) + \beta_2 (AON_{nit}) + \beta_3 (CC_{nit}) + \beta_4 (TAM_{nit}) + \beta_5 (ALV_{nit}) + \beta_6 (ROA_{nit}) + \beta_7 (SET_{nit}) + \beta_8 (CRASH) + \beta_9 (CRES_{nit}) + \epsilon_{it}$$

(Modelo 2)

Dentre as múltiplas formas de se avaliar a distribuição de dividendos, tem-se no DPA —dividendos por ação — uma maneira bastante eficaz para uma variável dependente em estudos empíricos. Desta forma, ela foi calculada consistindo no montante em reais por cada ação segundo Silveira (2010). No que se refere às variáveis-testes, foram empregues quatro concernentes ao grau de governança corporativa, já mencionadas anteriormente. O quadro descritivo das variáveis é a apresentado a seguir.

Quadro 1

### Descrição das Variáveis

Nome	Descrição	Formula	Sinal esperado	Autor
DIV	Dividendos Por Ação	Valor pago para cada ação possuída.		(1)
IGC	Índice de governança corporativa da BM&FBovespa	Dummy para os níveis diferenciados: 1 para os maiores e igual ao nível 2, e 0 para os menores que o nível 2.	+	(2)
ADR	Empresas que emitem ADRs	Dummy: 1 para as que emitem ADRs e 0 para as que não emitem.	+	(3)
AON	Porcentagem Ações Ordinárias	Número de Ações Ordinárias sobre quantidade total de ações,	+	(4)
COC	Concentração de capital	Quantidade de ações no poder do maior acionista.	-	(4)
TAM	Tamanho	Logaritmo Natural do Ativo Total.	+	(5)
ALV	Alavancagem	(Dívida de curto prazo/ Ativo total) + (Dívida de longo prazo/Ativo total)	-	(6)
DOI	Grau de Internacionalização	Média aritmética de (ativos no exterior / ativos totais), (receitas no exterior / receitas totais) e (funcionários no exterior / funcionários)		(7)
ROA	Rentabilidade — retorno sobre os ativos—	Resultado Operacional / Ativo Total	+	(8)
SET	Setor	Classificação dos setores no Económica	+	(9)
CRE	Crescimento dos Lucros	(Lucro Atual - Lucro Ano Anterior) / Lucro	+	(10)

	Ano Anterior		
CRI	Período de crise	Dummy para sinalizar períodos de Crise: 0 para não crise; 1 para crise.	+ (9),(11) e (12)

*Nota.* (1) Muller e Tello (2003); (2) Chavahal da Silva (2013); (3) Silveira, Barros e Famá (2006); (4) Louvet e Amaral (2011); (5) Nozes e Rapaccioli (1995); (6) Pereira e Sheng (2012) e Silva e Brito (2005); (7) Método UNCTAD – Fundação Dom Cabral; (8) Silva e Brito (2005); (9) Peixoto, Souza & Santos (2011); (10) Futema, Basso & Kayo (2009); (11) Didier *et al* (2009); (12) Banco Mundial (2016).  
Fonte: Elaboração própria.

As variáveis de controle apresentadas no quadro estão relacionadas com a Distribuição de Dividendos. A primeira citada na tabela, se refere ao Tamanho da empresa (TAM), esse efeito de tamanho é evidenciado pela maior reação do mercado aos anúncios de ganhos. Ou seja, se o anúncio de ganhos da empresa precede seu anúncio de dividendos, o efeito de tamanho existe, refletindo positivamente na variável (Mozes e Rapaccioli, 1995).

Os efeitos da alavancagem (ALAV) causam bastante discórdia na literatura de finanças, neste trabalho se utiliza a visão de Silva e Brito (2005), que apurou uma relação negativa entre alavancagem e dividendos. Por outro lado, constata-se uma ligação positiva com o fator rentabilidade (ROA). De acordo com este autor, quanto maior for a lucratividade apresentada pela firma menor foi seu endividamento e conseqüentemente uma maior porção dos lucros serão distribuídos.

Para avaliar como o Distribuição de Dividendos se conecta com o Crescimento dos Lucros (CRES), sendo os dividendos a parcela do lucro distribuídos aos acionistas, a lógica indica que quanto maior a lucratividade, portanto, quanto mais ela cresce, maior o montante possuído para a repartição dos investidores (Futema, Basso & Kayo, 2009).

O Índice de Internacionalização (DOI) é usado como uma variável de controle responsável por medir o grau de internacionalização. Foi utilizado com base no ranking da Fundação Dom Cabral neste que segue a metodologia da UNCTAD. Assim sua mensuração consistirá na média das seguintes razões: (ativos no exterior / ativos totais), (receitas no exterior / receitas totais) e (funcionários no exterior / funcionários).

Inseriu a variável (CRI) com a intenção de medir o comportamento da distribuição de dividendos em períodos de crise, onde as firmas tendem a pagar mais dividendos em épocas de recessão, com o intuito de se manterem atrativas aos olhos do mercado. Durante o período desta pesquisa, Didier *et al* (2009) confirma uma crise internacional com seu epicentro no biênio 2007-2008. E também dados do Banco Mundial (2016) sobre o PIB consideram uma crise interna no Brasil em 2015 e 2016. Finalmente é analisado os setores (SET) para controle no modelo, este usando os moldes da classificação oferecidos pelo Economatica® (Peixoto, Souza & Santos, 2011).

## ANÁLISES DE RESULTADOS

Esta seção apresenta os principais achados da análise de dados feita através do *software* Stata produto das análises descritivas, correlações e a regressão múltipla com dados em painel. Desta forma, visou-se comprovar as hipóteses elaboradas no estudo sobre a relação entre as variáveis distribuição de dividendos e governança corporativa das empresas que emitem ADR e das diferenças nessa relação com as empresas não emitem ADR.

Na tabela 1 foi apresentada a análise descritiva das variáveis que compõem o modelo de estudo. A análise descritiva nesta tabela está composta pelo número de observações, média, desvio padrão, valor mínimo e máximo.

Dentre os resultados apresentados, destaca-se a média da variável ADR e do Índice de Governança Corporativa (IGC). Como essas variáveis são *dummy*, a média mostra a proporção de empresas que emitem ADR representando apenas 5% da amostra total do estudo. Por enquanto o Índice de Governança Corporativa (IGC) indica que o 20.9% das empresas das amostras possuem boas práticas de governança corporativa.

Tabela 1  
**Análise Descritiva das Variáveis**

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
IGC	7392	.2098214	.4072086	0	1
ADR	7392	.0520833	.2222101	0	1
COC	3794	49.13223	27.76116	.1387751	100
DOI	76	.1891447	.171423	.01	.58
CRI	7392	.3636364	.4810782	0	1
SET	7392	10.125	5.194714	1	19
ROA	4267	18.27575	36.17599	.4755324	157.1429
AON	7392	57.14476	38.59337	0	100
DIV	6015	.2674617	.5841587	0	2.2618
ALV	4284	.7621182	.7275987	.0596421	3.334366
TAM	4286	20.42407	2.537288	13.82249	24.01649
CRE	3748	.7100653	2.166234	-.8946989	8.038357

*Nota.* Variáveis: Nome = Nome das Empresas; Ano = Unidade de Período de Estudo; IGC = Governança Corporativa; ADR = Ações Emitidas nos EEUU; COC = Concentração Acionária; DOI = Índice de Internacionalização; CRI = Período de Crise; SET = Setor; ROA = Retorno sobre os Ativos; AON = Percentagem de Ações Ordinárias sobre o total de Ações Emitidas; DIV = Dividendos Pagos; ALV = Alavancagem; TAM = Ativos Totais; CRE = Crescimento dos Lucros.

A tabela 2 apresenta os resultados do teste t entre a distribuição de dividendos e a emissão de ADR. Onde as empresas que não emitem ADR têm na média uma menor distribuição de dividendos do que as empresas que emitem ADR. Este achado concorda com os principais autores referenciados ao longo deste trabalho como Jiraporn, Jang-Chul e Kim (2011) e Souza, Peixoto e Santos (2016). Porém, estes dados são descritivos sendo analisadas apenas essas duas variáveis isoladamente.

Tabela 2  
**Teste t das variáveis**

Variável	Observações	Media	Significância
Não emite ADR	5636	.2467551	0.000
Sim emite ADR	379	.5753835	

Fonte: Elaboração própria

Nas tabelas 3 e 4 mostra-se os resultados das correlações das variáveis do estudo separadas em duas populações: as empresas emissoras de ADR e as que não emissoras de ADR. Para a análise das variáveis foi realizado o tratamento dos valores extremos (*outliers*) por meio da winsorização (*winsorizing*) ao nível de 5%. Também foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), onde o resultado demonstrou que os dados não apresentavam problemas de

multicolinearidade para nenhuma das duas populações em estudo, não havendo assim a necessidade de retirar nenhuma variável.

Tabela 3

**Análise de Correlação das Variáveis das Empresas Internacionalizadas no Mercado de Capitais**

Variável I	COC	DOI	SET	ROA	AON	DIV	ALV	TAM	CRE
COC	1.00								
DOI	0.13	1.00							
SET	0.27*	0.02	1.00						
ROA	0.24*	-0.06	0.02	1.00					
AON	-0.25*	-0.21	-0.45*	-0.12*	1.00				
DIV	-0.11	-0.14	-0.09	0.05	0.11*	1.00			
ALV	0.05	<b>-0.46*</b>	0.28*	0.17*	-0.03	-0.08	1.00		
TAM	0.09	<b>0.45*</b>	0.16*	-0.04	-0.04	0.23*	0.23*	1.00	
CRE	-0.03	0.07	-0.06	0.24*	0.06	0.09	0.00	-0,06	1.00

*Nota.* Variáveis: COC = Concentração Acionária; DOI = Índice de Internacionalização; SET = Setor; ROA = Retorno sobre os Ativos; AON = Percentagem de Ações Ordinárias sobre o total de Ações Emitidas; DIV = Dividendos Pagos; ALV = Alavancagem; TAM = Ativos Totais; CRE = Crescimento dos Lucros.

A tabela anterior mostra as correlações das variáveis presentes no modelo das empresas que emitem ADR. Dentre o conjunto de variáveis do modelo, houve uma única correlação importante entre dois pares de variáveis. Entre as variáveis Alavancagem (ALV) e DOI existe uma relação negativa, por outro lado entre Tamanho (TAM) e DOI existe uma forma positiva. Isto quer dizer, que quanto maior o DOI menor vai ser a Alavancagem da empresa ou vice-versa. Entretanto, enquanto maior o Tamanho da companhia, maior foi seu índice DOI.

Tabela 4

**Análise de Correlação das Variáveis das Empresas não Internacionalizadas no Mercado de Capitais**

Variáveis	COC	SET	ROA	AON	DIV	ALV	TAM	CRE
COC	1.0000							
SET	-0.0737*	1.0000						
ROA	0.2596*	0.1033*	1.0000					
AON	0.0395*	-0.0929*	-0.0893*	1.0000				
DIV	-0.0467*	-0.0289*	-0.1269*	0.1476*	1.0000			
ALV	0.0298	0.1113*	<b>0.5360*</b>	-0.2254*	-0.2453*	1.0000		
TAM	-0.2803*	-0.1348*	<b>-0.6063*</b>	0.0900*	0.1620*	-0.3416*	1.0000	
CRE	0.0228	-0.0160	0.1187*	-0.0190	-0.0139	0.0117	-0.0129	1.0000

*Nota.* Variáveis: COC = Concentração Acionária; SET = Setor; ROA = Retorno sobre os Ativos; AON = Percentagem de Ações Ordinárias sobre o total de Ações Emitidas; DIV = Dividendos Pagos; ALV = Alavancagem; TAM = Ativos Totais; CRE = Crescimento dos Lucros.

Em relação com as empresas não emitem ADR. Elas apresentam duas correlações na relação Alavancagem (ALV) e Rentabilidade (ROA) e na relação Tamanho (TAM) e Rentabilidade (ROA). Isto quer dizer que enquanto maior alavancagem, maior foi o Rentabilidade (ROA) e vice-versa, entretanto a outra relação apresenta-se negativa entre o Tamanho (TAM) e a Rentabilidade (ROA), isso significa que quando uma variável aumenta a outra diminui. De qualquer forma, estas correlações são isoladas ao resto das variáveis em estudo. Para a análise integral das variáveis e sua interação foram realizadas regressões com

dados em painel para cada uma das duas populações em estudo e onde são mostrados os resultados na tabela a seguir.

Tabela  
**Resultados**

5

Variáveis	Distribuição de Dividendos	
	Internacionalizadas	Não internacionalizadas
IGC	-.8860333	Omitida
COC	-.0128167	-.0022627
DOI	<b>-3.616336***</b>	
SET	-.022265	Omitida
ROA	-.0075238	<b>.0015434**</b>
AON	-.0034263	-.0042883
ALV	1.177205	<b>-.1162865***</b>
TAM	-.5106207	<b>.0806483***</b>
CRE	.0831168	.0030171
CRI	.0173504	.0251271
DOI*AON	<b>.078451*</b>	
DOI*IGC	-3.192987	

*Nota.* IGC = Governança Corporativa; ADR = Ações Emitidas nos EEUU; COC = Concentração Acionária; DOI = Índice de Internacionalização; CRI = Período de Crise; SET = Setor; ROA = Retorno sobre os Ativos; AON = Percentagem de Ações Ordinárias sobre o total de Ações Emitidas; DIV = Dividendos Pagos; ALV = Alavancagem; TAM = Ativos Totais; CRE = Crescimento dos Lucros.

Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%.

Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação.

As regressões foram tratadas para reduzir os problemas de heterocedasticidade e alta correlação. Além disso, foram feitos os testes de Breusch - Pagan, Chow e Hausman para definir o melhor tipo de regressão com dados em painel para o estudo da informação. Dando como resultado a regressão com dados em painel de tipo *pooled* como a mais conveniente para as empresas que emitem ADR e a regressão de efeitos fixos para as que não emitem ADR. Na regressão aplicada às empresas que não emitem ADR as variáveis Setor (SET) e Índice de Governança Corporativa (IGC) foram omitidas pelo *software* Stata. Também a variável DOI não é utilizada para este grupo de empresas.

Os resultados da regressão com dados em painel mostram que a distribuição de dividendos nas empresas que emitem ADR tem uma relação negativa e significativa ao 1% com o Índice de Internacionalização (DOI), o que quer dizer que o DOI é uma variável que afeta de forma relevante a Distribuição de Dividendos. Também existe uma relação significativa e positiva ao 10% pela interação entre DOI e Porcentagem de Ações Ordinárias. Mesmo assim, a Porcentagem de Ações Ordinárias não apresentou significância sozinha, somente tendo relevância quando integrada ao DOI. Isto quer dizer que enquanto maior o DOI e maior a Porcentagem de Ações Ordinárias maior foi a Distribuição de Dividendos da companhia.

Tendo em consideração este achado pode-se afirmar que empresas que emitem ADR em média tendem repartir menores quantidades de dividendos conforme aumenta o DOI e maiores dividendos quando aumenta a interação entre DOI e Porcentagem de Ações Ordinárias. Por outro lado, a variável de estudo IGC é insignificante com sua relação com a distribuição de dividendos, como demonstrou Ribeiro *et al* (2013).

Em empresas onde existem melhores práticas de governança corporativa os acionistas minoritários vão se sentir mais protegido e, portanto, dispostos a aceitar uma futura e incerta distribuição de dividendos no futuro. Com isso as companhias tendem a distribuir menos

dividendos e mitigariam os conflitos de agência exposto na Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), o qual não foi possível confirmar neste estudo pela relação significativa e negativa entre o DOI, a interação DOI e Porcentagem de Ações Ordinárias (AON) e a Distribuição de Dividendos.

Teoricamente existe uma relação entre Governança Corporativa e Distribuição de Dividendos. Isto porque as empresas internacionalizadas e emissoras de ADR são exigidas a cumprir com práticas de governança corporativa. Porém, como as variáveis que testavam Governança Corporativa (Concentração Acionária e Índice de Governança Corporativa) não deram significância com a Distribuição de Dividendos não se pode inferir a relação significativa entre Governança Corporativa e Distribuição de Dividendos para empresas brasileiras emissoras de ADR e, portanto, rejeita-se a hipótese H1.

Na outra mão, o trabalho não concordar com o achado de Moizinho *et al* (2014) onde se fundamenta o fato que a emissão de ADR tem uma relação negativa com as práticas de governança corporativa. Os resultados também discordam com os resultados de Jiraporn, Jang-Chul e Kim (2011) e Souza, Peixoto e Santos (2016) que argumentam que a relação entre governança corporativa e dividendos é significativa e positiva. Isto devido a que não se apresenta significância nenhuma dessas variáveis no modelo desenvolvido na presente pesquisa

No que tange às empresas não emissoras de ADR. A regressão apresentou significância positiva na Rentabilidade (ROA) e Tamanho (TAM), e uma significância negativa com a Alavancagem (ALV). Estes achados concordam com as conclusões de da Silva (2004) que argumentou que a alavancagem, estrutura de governança e distribuição de dividendos tem uma relação significativa nas empresas brasileiras. Também os resultados mostraram concordância com o pesquisado por Forti, Peixoto e Alves (2015) onde foi demonstrado que o Tamanho (TAM) e a Rentabilidade (ROA) são determinantes positivos. Entretanto, a Alavancagem é uma determinante negativa da distribuição de dividendos em firmas brasileiras.

Em relação às diferenças entre empresas que emitem ADRs e as empresas que não emitem ADR, foram encontradas diversas discrepâncias. Para as empresas brasileiras internacionalizadas no mercado de capitais a única variável explicativa da distribuição de dividendos foi o DOI. Já em relação às empresas não internacionalizadas no mercado de capitais verificou como variáveis significantes a Alavancagem, o Tamanho e a Rentabilidade. Com isso, aceita-se a hipótese H2 onde se defende a ideia que há diferença na relação da distribuição de dividendos e governança corporativa entre empresas brasileiras emissoras e não emissoras de ADR.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O artigo estudou a relação entre Governança Corporativa, Distribuição de Dividendos e a Internacionalização. Isto com a intenção de analisar como a Distribuição de Dividendos é afetada pela Governança Corporativa e como esta relação pode mudar entre empresas emissoras e não emissoras de ADR. Para isso foram rodadas duas regressões, uma para empresas que emitem ADRs (consideradas como empresas internacionalizadas em mercados de capitais) e outra para as que não emitem (empresas não internacionalizadas em mercado de capitais).

Diante dos resultados do modelo aplicado às empresas emissoras de ADR, não apresentou significância estatísticas entre a variável Distribuição de Dividendos e as que representam a Governança Corporativa (Concentração de Capital e Índice de Governança Corporativa). Consequentemente, não se pode confirmar a primeira hipótese (H1) de que existe relação positiva entre Distribuição de Dividendos e Governança Corporativa nas empresas

emissoras de ADR no mercado de capitais brasileiro. Porém, para as empresas emissoras de ADR existe uma relação significativa e negativa entre DOI e a Distribuição de Dividendos. O que significa que enquanto maior DOI, menor foi a Distribuição de Dividendos.

Sendo assim, pode-se concluir que as empresas internacionalizadas pelo DOI, em média, tendem a distribuir uma quantidade menor de dividendos por ação em relação às empresas domésticas. Outro aspecto importante foi a combinação entre DOI e a Porcentagem de Ações Ordinárias (AON) em que existe uma relação positiva significativa com a Distribuição de Dividendos, isso revela que possivelmente empresas que emitem ADR e uma grande porcentagem de ações ordinárias tendem a distribuir mais dividendos.

Este achado representa uma discordância com os resultados de Jiraporn, Jang-Chul e Kim (2011) e Souza, Peixoto e Santos (2016) que alegam que existe uma relação significativa e positiva entre Distribuição de Dividendos e Governança Corporativa, mas na presente pesquisa essa relação não se apresenta. Isto fundamenta os resultados obtidos por Ribeiro *et al* (2013) onde não se apresenta relevância dos Índices de Governança Corporativa com a Distribuição de Dividendos. No que se refere às variáveis de controle utilizadas no modelo das empresas emissoras de ADR: Rentabilidade, Crescimento, Alavancagem, Tamanho e Crise. Os resultados não mostraram significância delas, o que não permite fazer nenhuma afirmação sobre elas. Uma possível explicação sobre isso, é o fato da amostra de empresas emissoras de ADR ter ficado pequena.

Entretanto, no modelo referente às não internacionalizadas no mercado de capitais há uma relação significativa e positiva da Distribuição de Dividendos com a Rentabilidade (ROA) e Tamanho (TAM) e negativa com a Alavancagem (ALV). Com isso, existe uma tendência de se distribuir mais dividendos para empresas domésticas que sejam maiores e mais rentáveis e apresentem um menor endividamento. Portanto este achado concorda com os resultados de Forti, Peixoto e Alves (2015) onde foi comprovado que o Tamanho (TAM) e a Rentabilidade (ROA) são determinantes importantes da Distribuição de Dividendos. Entretanto, a Alavancagem é uma determinante negativa da distribuição de dividendos em firmas brasileiras.

À visto disso, aceita-se a segunda hipóteses (H2). Existe diferença na relação da distribuição de dividendos e governança corporativa entre empresas brasileiras que emitem ADR com as que não emitem ADR. Porque para as empresas emissoras de ADR a única variável explicativa para a Distribuição de Dividendos foi o DOI, porém para as não emissoras de ADR as variáveis explicativas da Distribuição de Dividendos são Rentabilidade (ROA), Tamanho (TAM), Alavancagem (ALV). Por fim este artigo apresenta algumas limitações como o acesso de informação individual de cada empresa sobre Governança Corporativa e Índices de Internacionalização utilizadas em mais empresas. Para estudos futuros a sugestão é utilizar informação individual de cada empresa para testar Governança Corporativa e o mesmo para o Índice de Internacionalização.

## REFERENCIAS

- Alem, A., & Cavalcanti, C. (2005). O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras: Algumas Reflexões\*. *REVISTA DO BNDES*, 43-76.
- Andrade, A., & Galina, S. (2013). Efeitos da Internacionalização sobre o Desempenho de Multinacionais de Economias em Desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*, 239-262.

- Assaf Neto, A. (2012). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Bellato, L. L., Da Silveira, A. D., & Savoia, J. R. (2006). Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Taxa de Pagamento de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras . 30 *Encontro ANPAD*.
- Bhattacharya, D. L.-H., & Rhee, S. G. (2016). *Does Better Corporate Governance Encourage Higher Payout? Risk, Agency Cost, and Dividend Policy*.
- Brandão, I., Mota, A., Vasconcelos, A., & de Luca, M. (2014). Internacionalização e governança nas maiores companhias abertas do Brasil. *Revista Gestão Organizacional*.
- Carvalho da Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo* , 348-361.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. . *Revista Contabilidade & Finanças*, 45-63.
- Cristofor, J. (2008). *Antecedents of Venture Firms' Internationalization: A Conjoint Analysis of International Entrepreneurship in the Net Economy*. Gabler .
- da Silva, A. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 348-361.
- De Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? *REGE. Revista de Gestão*, 189-208.
- Forti, C., & Freitas, K. (2014). Relação entre a distribuição de dividendos e a classificação de rating das empresas listadas na Bovespa. *XIV Encontro Brasileiro de Finanças*. Recife.
- Freire, H. V., Zatta, F. N., Dalmácio, F. Z., Louzada, L. C., & Nossa, V. (2005). Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na BOVESPA\*. *Revista Contabilidade & Finanças*.
- Fundo Monetário Internacional. (03 de 2002). *Issues Briefs for*. Obtenido de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2002/031502.htm>
- Futema, M. S., Basso, L. F., & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 44-62.

- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 99-105.
- Grün, R. (2003). Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 18(52).
- Letto-Gillies, G. (2009). Conceptual issues behind the assessment of the degree of internationalization. *Transnational Corporations*, 59-83.
- Iquiapaza, R., Lamounier, W., & Amaral, H. (2006). Asymmetric Information and Dividends. *Munich Personal RePEc Archive*, 1-17.
- Jiraporn, P., Jang-Chul, K., & Kim, Y. S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An empirical Investigation. *The Financial Review*, 251-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Sinanes, Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 1-33.
- Lameira, V., Ness, W., & Macedo-Soares, T. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, 64-73.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 97-113.
- Loss, L. A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*.
- Martins, A., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, 24-39.
- Moizinho, L., Borsato, R., Peixoto, F., & Pereira, V. (2014). Governança corporativa e internacionalização: uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 104-122.
- Monks, R., & Nell, M. (1995). *Corporate Governance* Blackwell.
- Morimoto, A. (2014). A importância da controladoria para mitigar o conflito de agência na governança corporativa. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 50-60.

- Mozes, H., & Rapaccioli, D. (1995). The relation among dividend policy, firm size, and the information content of earnings announcements. *Journal of Financial Research*, 75-88.
- Müller, A. N., & Teló, A. R. (2017). Modelos de avaliação de empresas. *Revista da FAE*, 6(2).
- Müller, A., & Teló, A. (2017). Modelos de avaliação de empresas. *Revista da FAE*.
- Ramos, G. M., & Martinez, A. L. (2006). Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultado Contábeis. *XXX Encontro da ANPAD*. Salvador.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 15-25.
- Ribeiro, M., José, D., Carvalho, Almeida, C., & dos Santos, E. (2013). Um Estudo sobre a Associação Entre Práticas de Governança Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil. *X SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA*.
- Santos, M. A. (2016). *Internacionalização de empresas e o fechamento do capital : um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro*. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.
- Santos, M. A. (2016). Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro.
- Silva, J. C., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 37-79.
- Silveira, A. D., & Barros, L. A. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 1-30.
- Souza, D. H., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. (2016). Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. *ASAA JOURNAL*.
- Villareal, O. (2005). The Internationalization of the Firm and the Multinational Enterprise: a Contemporary Conceptual Review. *Cuadernos de Gestión*.