

Política de Dividendos e a Internacionalização das Empresas Brasileiras Listadas na B3

VITOR FONSECA MACHADO BELING DIAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

CRISTIANO AUGUSTO BORGES FORTI
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

Agradecimento à órgão de fomento:
Agradecemos à FAPEMIG e à CAPES pelo incentivo à execução do trabalho.

Política de Dividendos e a Internacionalização das Empresas Brasileiras Listadas na B3

1. Introdução

Alguns indicadores aumentam a propensão das empresas brasileiras em distribuir dividendos a seus acionistas, como desempenho positivo, tamanho, *market to book*, liquidez e crescimento dos lucros, conforme Forti, Peixoto e Alves (2015). Estudos mostram que empresas buscam se internacionalizar para aumentar o desempenho e eficiência (DUNING, 2000; ALTAF; SHAH, 2015).

Vários pesquisadores estudam a relação entre internacionalização e desempenho, porém, os resultados das pesquisas são divergentes entre si (HSU, 2006), dado que existem aqueles que afirmam que esta relação de maneira linear positiva (GRANT, 1987), linear negativa (COLLINS, 1990), em formato de U (RUIGROK; WAGNER, 2003), em formato de U invertido (GOMES; RAMASWAMY, 1999), e por fim, em forma de S horizontal (CONTRACTOR; KUNDU; HSU, 2003), sendo que a maioria dos estudos desta temática focam principalmente em países desenvolvidos.

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 e Miller (1961) identificaram que os dividendos distribuídos não afetam o valor de mercado da empresa e nem a rentabilidade dos investidores.

Além do estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015), o trabalho de Silva, Moreira, Pereira, Rezende e Pitangui (2016) identificou evidências de 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.

Existem evidências de uma relação positiva entre desempenho e distribuição de dividendos das empresas brasileiras (DEGENHART; SILVA; NAKAMURA, 2017; SILVA et al., 2019), além do que, estudos anteriores indicam que a distribuição de dividendos também serve como indicador de desempenho presente e futuro da companhia, considerando que os dividendos representam um sacrifício de caixa para a empresa (HEINBERG; PROCINOY, 2003; KANIA; BACON, 2005; FORTI et al., 2015).

Ademais, estudos afirmam também que empresas internacionalizadas possuem melhor desempenho, dado que empresas buscam se internacionalizar no intuito de melhorar a performance (LU; XU; LIU, 2009; FLORIANI; FLEURY, 2012; ALTAF; SHAH, 2015; CUNHA; PEREIRA, 2016). Todavia, a teoria de finanças afirma que uma política de dividendos pode resultar em *trade-off* para empresa, envolvendo a escolha dela reter seu lucro líquido para reinvestir nas suas atividades ou distribuí-lo em forma de dividendos aos acionistas (ASSAF NETO, 2003).

Para o contexto brasileiro, estudos que relacionam dividendos (que representam saídas de caixa para a empresa) e internacionalização (em que se supõe que empresas internacionalizadas possuem melhor performance) ainda são escassos na literatura. 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 a internacionalização e o 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. E também contribui por apresentar a 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.

2.1 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; CHEN; CHENG, 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 (LU; XU; LIU, 2009).

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, dada a complexidade do processo (HOSKISSON; IRELAND, 1994; MANDZILA; ZÉGHAL, 2016).

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. Collins (1990) mostra 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; CUNHA; PEREIRA, 2016); 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 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 e 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 e 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.

Trabalhos anteriores indicam que a distribuição de dividendos também serve como indicador de desempenho presente e futuro da companhia, apesar do risco envolvido, dado que os dividendos representam um sacrifício de caixa para a empresa (HEINBERG; PROCINOY, 2003; KANIA; BACON 2005; FORTI et al., 2015).

Estudos nacionais e internacionais já encontraram relação positiva entre distribuição de dividendos, desempenho e crescimento dos lucros das firmas (KANIA; BACON, 2005; FORTI et al., 2015; DEGENHART et al., 2017; JAGANNATHAN; LIU, 2019; SILVA et al., 2019). Contudo, a teoria de finanças afirma que em alguns casos, uma política de dividendos envolve *trade-off* sobre o lucro líquido da empresa entre retê-lo (para reinvestir na empresa) ou distribuí-lo sobre a forma de dividendos para os acionistas (ASSAF NETO, 2003), o que pode gerar uma relação negativa entre essas duas variáveis.

Várias razões 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 (FLORIANI; FLEURY, 2012; ALTAF; SHAH, 2015). Entretanto, para o caso brasileiro, estudos que relacionam dividendos (que representam saídas de caixa para a empresa) e internacionalização (em que se supõe que empresas internacionalizadas possuem melhor performance) ainda são escassos na literatura.

Considerando a teoria exposta, e que a relação acima predomina - empresas internacionalizadas possuem melhor desempenho (FLORIANI; FLEURY, 2012; CUNHA E PEREIRA, 2016) - 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, pois isso interfere na quantidade de lucros que será retido pela empresa, 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 consequências 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 e Miller (1961) defenderam que as distribuições 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 eliminarem 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 e 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 e 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 e Rock (1985), a Teoria da Sinalização 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 e 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 Remuneração dos acionistas, capital de giro e importações

Além dos fatores supracitados que determinam a distribuição de dividendos das empresas - tamanho, desempenho (mensurado pelo ROA), *market to book*, liquidez e crescimento dos lucros (FORTI, PEIXOTO E ALVES, 2015), o estudo de Heineberg e Procianoy (2003) identificou que o setor de atividade da empresa também é um fator determinante da política de remuneração do capital dos acionistas, pois, setores diferentes impactam em diferentes necessidades de recursos e de financiamento para aspectos relacionados a investimentos e capital de giro das empresas (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; GOMES; TAKAMATSU; MACHADO; 2015).

Nessa linha, conforme Bonfim, Nogueira e Curi (2015), que identificaram que os ciclos operacionais, financeiros e econômicos são atípicos em empresas importadoras quando comparados ao mercado interno, a influência do capital de giro em empresas importadoras converge para grandes investimentos em capital de giro para a manutenção das atividades operacionais da empresa, sendo portanto grande a Necessidade de Capital de Giro de empresas importadoras.

Conforme Assaf Neto e Silva (2007), o capital de giro tem participação relevante no desempenho operacional das empresas, podendo, em alguns casos, cobrir mais da metade de seus ativos totais investidos. Ainda de acordo com os autores, uma administração inadequada do capital de giro pode gerar sérios problemas financeiros para as companhias, contribuindo para situações de insolvência em vários casos. Nesse sentido, Brigham e Ehrhardt (2006), erros na gestão do capital de giro das empresas podem comprometer a capacidade de solvência da empresa, prejudicando a sua rentabilidade e desempenho, o que consequentemente pode prejudicar a distribuição de dividendos.

No que diz respeito a internacionalização em países emergentes, estudos enfatizam a importância de fatores como alavancagem para importação relacionada a produtos de alta intensidade tecnológica, dada que a capacidade de produção de itens que envolvem alta tecnologia é baixa nesses países (MATHEWS, 2006; SCHMIDT; HANSEN, 2017).

Schmidt e Hansen (2017) identificaram em seu estudo, em que foi utilizada uma amostra de 35 países em desenvolvimento, que a estratégia primária de internacionalização se deu através de um alto coeficiente de importação por parte das empresas.

Lapukeni e Sato (2019) identificaram em seu estudo que as importações (de países em desenvolvimento em relação a países asiáticos) desempenham um papel significativo na diferenciação de produtos das empresas de países emergentes e que a importação influencia de modo positivo e direto a receita das empresas.

Para o caso brasileiro, Santos e Pereira (2016) identificaram que a importação é uma das variáveis mais relevantes no processo de internacionalização das empresas brasileiras, dado sua relação com aspectos relacionados ao financiamento de terceiros (destacado no trabalho pela dívida em moeda estrangeira) por parte das companhias nacionais.

Considerando o contexto de internacionalização tanto de países emergentes como do próprio mercado o brasileiro, o presente trabalho irá adotar importação como *proxy* de internacionalização para as empresas brasileiras (SANTOS; PEREIRA, 2016; SCHMIDT; HANSEN, 2017; LAPUKENI; SATO, 2019).

2.4 Dividendos e internacionalização nas empresas brasileiras

A distribuição de dividendos pode servir como indicador de desempenho presente e futuro das empresas, apesar do risco envolvido, dado que os dividendos representam saída de caixa para a empresa (HEINBERG; PROCINOY, 2003; KANIA; BACON 2005; FORTI et al., 2015). Estudos nacionais e internacionais já apontaram relação positiva entre distribuição de dividendos, desempenho e crescimento dos lucros das empresas (KANIA; BACON, 2005; FORTI et al., 2015; DEGENHART et al., 2017; JAGANNATHAN; LIU, 2019; SILVA et al., 2019).

Várias razões 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 (FLORIANI; FLEURY, 2012; ALTAF; SHAH, 2015).

Entretanto, alguns autores afirmam que a internacionalização pode ser custosa em determinados momentos, podendo prejudicar o desempenho da companhia em determinado período (GEORGE et al., 2005). Além disso, é importante considerar que, dada a complexidade do processo de internacionalização (LU; XU; LIU, 2009), o processo pode envolver custos e aumentar a necessidade de investimento na própria empresa, o que pode levar as empresa a um *trade off* entre dividendos e retorno sobre o ativo, dado que em situações como essa a empresa terá que escolher entre distribuição de proventos aos acionistas, ou aumentar a retenção de caixa, para investir na própria empresa na intenção de aumentar o desempenho, conforme teoria de finanças (ASSAF NETO, 2003).

Oliveira e Pereira (2017) argumentam que empresas 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; OLIVEIRA; PEREIRA, 2017).

No estudo de 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.

Partindo do pressuposto que a relação entre internacionalização e desempenho das empresas brasileiras se dá em forma de U (CUNHA; PEREIRA; 2016), que o desempenho delas exerce influência direta na distribuição de dividendos (ASSAF NETO, 2003; FORTI et al., 2015), 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 (SILVA et al., 2016), 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

3.1 Dados e método

O presente trabalho se caracteriza como descritivo quantitativo, em que foi utilizado o Método dos Momentos Generalizados Sistemico (GMM – Sistemico) com dados em painel, procedimentos executados no *software* Stata versão 14.1 (WOOLDRIGDE, 2002; CAMERON; TRIVEDI, 2005; BALTAGI, 2008).

Foi analisado o período de 2010 a 2018, sendo a análise iniciada em 2010 devido a mudança na legislação contábil (lei 10.303/2010), em que foram feitas alterações relacionadas à contabilização e divulgação de dados econômicos e financeiros a partir desse ano, de acordo com os padrões do *International Financial Reporting Standards* – IFRS. Os dados foram coletados até o ano de 2018, pois a execução do trabalho se deu em meados de 2019.

Foram consideradas no estudo as empresas listadas na Bolsa de valores do período, exceto as empresas financeiras, que foram excluídas da amostra devido a suas peculiaridades no que tange a contabilização e análise de informações financeiras. Desse modo, o estudo compreendeu um total de 320 empresas e 1.372 observações. Os dados foram coletados na base Econômica.

Com relação aos estudos de distribuição de dividendos, vários trabalhos exploram principalmente as relações entre dividendos, desempenho, endividamento e tamanho, e desconsideram possíveis problemas de endogeneidade do modelo econométrico. Além disso, fatores observáveis e não observáveis que influenciam a distribuição de dividendos podem impactar políticas próprias da empresa, bem como em outras características, como crescimento, endividamento, investimentos, gestão do capital de giro, entre outros (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; BRIGHAM; EHRHARDT, 2006; ASSAF NETO; SILVA, 2007; BONFIM; NOGUEIRA; CURI, 2015; GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015).

Desse modo, modelos relacionados a análise de distribuição de dividendos podem resultar em associações endógenas (SILVEIRA; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; BARROS, 2010). Assim, a estimação dos modelos com regressores endógenos pode resultar em inferências equivocadas, pois essa condição introduz um viés nos estimadores que ignoram o problema ou os torna inconsistentes. A endogenia pode derivar de problemas como omissão de variáveis, erros de mensuração dos regressores e/ou simultaneidade (SILVEIRA et al., 2010).

Para solucionar problemas de endogeneidade, recomenda-se o uso de variáveis estritamente exógenas para cada um dos regressores suspeitos de endogenia, todavia, muitas vezes na prática, variáveis com essa característica que possuam alta correlação com os regressores são difíceis de serem encontradas em estudos na área de Finanças (CAMERON; TRIVEDI, 2005; BARROS et al., 2010).

Desse modo, conforme Roodman (2009) e Silveira et al. (2010), estimadores baseados no Método dos Momentos Generalizado (GMM) quando aplicados a dados em painel se mostram alternativas eficazes e eficientes para eliminar, ou diminuir bastante, os problemas de endogenia encontrados na área de finanças corporativas. Portanto, no intuito de superar as limitações dos modelos tradicionais de dados em painel, controlar a presença de efeitos específicos das empresas não observados e os potenciais problemas endogeneidade das variáveis, o presente estudo empregará o Método dos Momentos Generalizados Sistemico (GMM – Sistemico) para avaliar a relação entre a distribuição de dividendos, internacionalização, tamanho, endividamento, *market to book*, capex, beta e crescimento dos lucros.

3.2 Variáveis utilizadas no estudo

Dividendos (DIV) consiste na variável dependente do estudo e foi calculada pela soma dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio dividido pelo ativo total da empresa, conforme anteriormente feito por Forti, Peixoto e 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).

E a Importação (INT) foi utilizada como *proxy* de internacionalização, dada a importância das importações na gestão do capital de giro das empresas brasileiras, o que consequentemente impacta no desempenho e na distribuição de dividendos da companhia (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006; ASSAF NETO; SILVA, 2007 BONFIM; NOGUEIRA; CURI, 2015). Ademais, essa variável já foi utilizada como *proxy* de internacionalização em estudos anteriores como Santos e Pereira (2016), Schmidt e Hansen (2017) e Lapukeni e Sato (2019).

As variáveis citadas anteriormente e as variáveis de controle utilizadas estão detalhadas no quadro a seguir:

Quadro 1 – Descrição das variáveis

Descrição da Variável	Sigla	Tipo da Variável	Forma de Cálculo	Sinal Esperado	Autores
Dividendos/Ativo Total	DIV	Variável Dependente	Soma dos Dividendos e Juros sobre Capital Próprio dividido pelo Ativo Total.		Forti, Peixoto e Alves (2015); Lintner (1956)
Importação	INT	Variável Independente	Fornecedores estrangeiros	+	Santos e Pereira (2016); Schmidt e Hansen (2017); Lapukeni e Sato (2019)
Desempenho	ROA	Variável de Controle	Lucro líquido/Ativo total	+/-	Forti et al. (2015); Silva et al. (2019)
Tamanho	TAM	Variável de Controle	Log Natural de ativos totais	+	Wu, Wu e Zhou (2012); Hsu (2006)
Endividamento	ALAV	Variável de Controle	Passivo total / Patrimônio Líquido	+/-	Wu et al. (2012); Hsu (2006)
Liquidez	LIQ	Variável de Controle	Ativo Circulante / Passivo Circulante	-	Ernel e Medeiros, (2019); Silva et al. (2019)
<i>Market to book</i>	MTB	Variável de Controle	Valor de mercado ajustado / valor contábil da empresa	+	Forti et al. (2015)
Capex	CAP	Variável de Controle	Taxa de crescimento do Ativo Imobilizado	-	Forti et al. (2015)
Beta (risco sistemático)	BETA	Variável de Controle	Beta da empresa fornecido pelo Economática	-	Lintner (1956); Bernardo e Ikeda (2013)
Crescimento dos lucros	LUC	Variável de Controle	Lucro atual – lucro anterior / lucro anterior	+	Francis, Schipper e Vicent (2005)

Fonte: Elaborado pelos próprios autores

Dessa forma, os modelos econométricos utilizados no trabalho são os seguintes:

Modelo Linear (1) :

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 CAP_{i,t} + \beta_8 BET_{i,t} + \beta_9 LUC_{i,t} + S_i + d_t + \varepsilon$$

Modelo Exponencial (2):

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 (INT)_{i,t}^2 + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 CAP_{i,t} + \beta_9 BET_{i,t} + \beta_{10} LUC_{i,t} + S_i + d_t + \varepsilon$$

Modelo de Interação (3):

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 (INT)_{i,t} \times (ROA)_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 CAP_{i,t} + \beta_9 BET_{i,t} + \beta_{10} LUC_{i,t} + S_i + d_t + \varepsilon$$

Nos três modelos, i e t representam a empresa e o ano, respectivamente, e β_0 , d_i , S_i , e ε representam o intercepto, *dummies* de ano, *dummies* de setor e o termo de erro, respectivamente. As variáveis *dummies* de ano foram adicionadas ao modelo para controlar as características específicas de cada ano que não podem ser medidas diretamente por outra variável específica.

4. Análise dos resultados

A Tabela 1 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 Silva *et al.* (2016).

Tabela 1 – Matriz de correlação

	DIV	INT	ROE	TAM	LIQ	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						
LIQ	-0,0239	-0,016	-0,002	-0,1495*	1					
ALAV	-0,0354	0,0323	-0,0134	0,1892*	-0,4197*	1				
LUC	0,003	0,0112	-0,1070*	0,0238	0,0136	0,0059	1			
BETA	-0,0364	-0,0237	-0,0550*	0,0776*	-0,0234	0,0701*	0,0097	1		
MKTB	0,0481*	0,0125	0,0034	0,0189	0,0012	0,1271*	-0,0111	-0,0298	1	
CAP	0,0087	-0,0057	0,0014	0,0019	-0,0032	0,0505*	0,0032	-0,0137	-0,0208	1

Fonte : Elaborado pelos próprios autores

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).

Apesar de adotar o GMM-Sistêmico como métrica de estimação para desenvolvimento deste estudo, as métricas tradicionais para a estimação de dados em painel foram utilizadas para a realização de alguns testes de validação (como presença de multicolinearidade, heterocedasticidade e normalidade dos resíduos) que não podem ser verificados por meio da estimação dos modelo por GMM.

Para assegurar os requisitos do GMM foram realizados os testes de Raiz unitária, Sargan-Hansen e Dif-Hansen, que validaram os resultados das regressões.

Tabela 2 – Modelos de regressão com dados em Painel

Variável dependente: Dividendo/Ativo total	Modelos de regressão		
	Modelo Linear	Modelo Quadrático	Modelo de Interação
INT	0,0041*** (6,01)	0,0086*** (5,79)	-0,0009 (-0,88)
TAM	-3,5956*** (-28,56)	-3,5807*** (-28,53)	-3,5759*** (-28,33)
ROA	-0,0170*** (-3,08)	-0,0162*** (-2,94)	-0,0171*** (-3,09)

ALAV	-3,2985*** (-6,20)	-3,4902*** (-6,76)	-3,1591*** (-6,08)
LIQ	-0,3095* (-1,91)	-0,2896* (-1,80)	-0,3116* (-1,92)
LUC	0,0190 (0,58)	0,0187 (0,57)	0,0159 (0,48)
BETA	0,5328 (1,07)	0,4276 (0,86)	0,3972 (0,80)
MKTB	0,0294 (0,80)	0,0371 (1,01)	0,0253 (0,69)
CAP	-0,0990 (-1,29)	-0,0945 (-1,24)	-0,1006 (-1,31)
INT ²		-0,0000*** (-3,53)	
INT X ROA			0,0037*** (6,51)
Constante	30,1163*** (26,21)	30,0250*** (26,20)	30,0672*** (26,09)
Observações	1.372	1.372	1.372
VIF	P < 5		
Raiz unitária	P < 0,00		
Sargan-Hansen	P < 0,09		
Dif-Hansen	P < 0,42		

Nota: Significância: * p<0.1, **p<0.05, *** p<0.01. 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 pelos próprios autores.

No modelo linear, a internacionalização mostrou relação positiva com a distribuição de dividendos. Assim, conforme teoria da sinalização, as empresas internacionalizadas tendem a optar pelo pagamento de dividendos tanto para indicar ao mercado que possuem uma boa situação 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), sendo esta uma maneira de sinalização para o mercado (FORTI et al., 2015).

O desempenho mostrou relação negativa em relação a distribuição de dividendos para os modelos linear e quadrático, bem como quando analisado isoladamente no modelo de interação. A explicação se baseia na teoria de finanças, pois, ao ter que escolher entre reter o lucro para reinvestir na sua atividade e distribuir lucro aos acionistas (ASSAF NETO, 2003), para este modelo, empresas com algum grau de internacionalização teoricamente optam por reinvestir seus lucros em suas próprias atividades, pois a internacionalização é um processo complexo que pode demandar grandes investimentos (LU; XU; LIU, 2009; ALTAFF; SHAH, 2015), fazendo com que as empresas brasileiras, em algum estágio de sua internacionalização (provavelmente no início) tenham uma diminuição no seu desempenho (CUNHA; PEREIRA, 2016).

O tamanho e o endividamento também foram significativos, porém com sinal negativo. Nesse caso é possível inferir que o tamanho possui relação inversa, considerando que a

internacionalização está ligada com o crescimento da empresa, o que envolve expansão em grandes escalas, tornando a gestão da empresa mais complexa (GEORGE et al., 2005; LU; XU; LIU, 2009), fazendo com que a empresa direcione recursos para sua expansão, o que diminui seu dinheiro em caixa e compromete a distribuição de dividendos. Além disso, com relação ao 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).

A liquidez mostrou relação negativa nos três modelos desenvolvidos no trabalho. Tendo como base a teoria de finanças, alguns fatores podem causar limitações financeiras, como alto grau de imobilização (ASSAF NETO, 2003), o que pode ocorrer com firmas internacionais na tentativa de ampliarem seu ativo imobilizado.

Além disso, estudos como o de Silva *et al.* (2019) e Ermel e Medeiros, (2019) identificaram que empresas preferem distribuir dividendos aos acionistas, mesmo quando a disponibilidade de recursos não se encontra em um patamar elevado, ou seja, para as empresas internacionalizadas, elas podem preferir sacrificar sua liquidez para distribuir dividendos, ilustrando as teorias da relevância e da sinalização nesses casos.

No modelo quadrático, a variável internacionalização permaneceu estatisticamente significativa com sinal positivo, e tamanho e alavancagem 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 resulta 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 e Alves (2015) e no estudo relacionado ao *smoothing*, de Oliveira e 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 (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), sendo esta 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 expansão da 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 endividamento permaneceram estatisticamente significantes com relação inversa à distribuição de dividendos, sendo as justificativas similares às supracitadas.

Analisando a interação entre internacionalização e desempenho, 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 e 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.

Além disso, conforme trabalho de Cunha e Pereira (2016), em que os autores afirmam que no início do processo de internacionalização, o desempenho das empresas diminui nos estágios iniciais do processo até certo ponto, e posteriormente no longo prazo conseguem obter melhor desempenho influenciado pelo processo de internacionalização. Assim, as empresas nacionais ao dominarem o processo de internacionalização, diminuem os gastos decorrentes de tal processo e conseguem obter retorno depois de certo tempo, tornando possível desse modo a distribuição de dividendos aos acionistas.

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 dados foram coletados no Economatica, de forma que a amostra contemplou 320 empresas listadas na B3, e foram adotados três modelos para analisar a distribuição de dividendos no período de 2010 a 2018.

No modelo linear foi identificada a existência de uma relação positiva entre internacionalização e distribuição de dividendos das empresas, e as variáveis desempenho, tamanho, alavancagem e liquidez mostraram uma relação negativa com a distribuição de dividendos. Para o modelo quadrático, os sinais se mantiveram, contudo o ponto de destaque desse modelos foi a constatação da relação em formato de U invertido da internacionalização em relação a distribuição de dividendos, o que confirmou a segunda hipótese deste trabalho, ou seja, que existe um ponto ótimo de internacionalização das empresas brasileiras que faz com que elas paguem mais dividendos aos seus acionistas.

No modelo de interação, as variáveis tamanho, desempenho, alavancagem e liquidez, quando analisadas isoladamente em relação a distribuição de dividendos mostraram uma relação negativa com a mesma, contudo, a interação entre desempenho e internacionalização mostrou um efeito positivo da moderação do desempenho na relação entre internacionalização e pagamento de proventos pelas empresas, corroborando a primeira hipótese do presente estudo, ou seja, que a interação entre desempenho e internacionalização possui papel positivo na distribuição de dividendos 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 nas teorias do *smoothing* e relevância), sendo também uma forma de sinalização ao mercado.

Como limitação 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. Ademais, a *proxy* utilizada é condizente com a situação do estudo, conforme justificado na metodologia.

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, de modo que eles podem utilizar essas informações para sua tomada de decisão.

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.

Referências

ALMEIDA, L. A. G.; PEREIRA, E. T.; TAVARES, F. O. Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 54, p. 701-719, 2015.

ALTAF, N.; SHAH, F. A. Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter?. **Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences**, v. 1, n. 2, p. 76-84, 2015.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de administração financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do Capital de Giro**. 3ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

BALTAGI, B. **Econometric analysis of panel data**. John Wiley & Sons, 2008.

BERNARDO, H. P.; IKEDA, R. H. O enigma dos dividendos e o risco sistemático. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 1, p. 104-120, 2013.

BRIGHAM, E.; EHRHARDT, M. **Administração financeira: teoria e prática**. 10ª ed. São Paulo: Editora Thomson, 2006

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics: methods and applications**. Cambridge university press, 2005.

CIOFFI, P. L. M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. Seminários em Administração **FEA/USP–SEMEAD, XIII Anais, São Paulo**, 2010.

COLLINS, J. M. A market performance comparison of US firms active in domestic, developed and developing countries. **Journal of International business studies**, v. 21, n. 2, p. 271-287, 1990.

CONTRACTOR, F. J.; KUNDU, S K.; HSU, C. A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. **Journal of international business studies**, v. 34, n. 1, p. 5-18, 2003.

CUNHA, P. F.; PEREIRA, V. S. **A relação entre a internacionalização e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2016.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. **Journal of financial economics**, v. 72, n. 3, p. 425-456, 2004.

DEGENHART, L.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Desempenho de mercado e a distribuição de dividendos em empresas pertencentes ao BRICS. **ANPCONT**, 2017

SILVEIRA, A. D. M., LEAL, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. D. C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance: The international journal of business in societ**, 2010.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; Suzart, J. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

ERMEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 82, p. 84-98, 2019.

FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 2, p. 329-360, 2005.

GEORGE, G.; WIKLUND, J.; ZAHRA, S. A. Ownership and the internationalization of small firms. **Journal of management**, v. 31, n. 2, p. 210-233, 2005.

GRANT, R. M. Multinationality and performance among British manufacturing companies. **Journal of International Business Studies**, v. 18, n. 3, p. 79-89, 1987.

GOMES, L.; RAMASWAMY, K. An empirical examination of the form of the relationship between multinationality and performance. **Journal of international business studies**, v. 30, n. 1, p. 173-187, 1999.

GOMES, N. P. H. D. C. P.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 1, p. 62-84, 2015.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. **XXVII Enanpad**, 2003.

HSU, C. Internationalization and Performance: The S-curve Hypothesis and Product Diversity Effect. **Multinational Business Review**, 2006.

HSU, W. T.; CHEN, H. L.; CHENG, C. Y. Internationalization and firm performance of SMEs: The moderating effects of CEO attributes. **Journal of World Business**, v. 48, n. 1, p. 1-12, 2013.

JAGANNATHAN, R.; LIU, B. Dividend dynamics, learning, and expected stock index returns. **The Journal of Finance**, v. 74, n. 1, p. 401-448, 2019.

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

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. **The journal of finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LAPUKENI, A. F.; SATO, K. **Invoice Currency Choice in Malawi's Imports from Asia: Is there any evidence of Renminbi Internationalization?** 2019.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American economic review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LU, J.; XU, B.; LIU, X. The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. **Management International Review**, v. 49, n. 4, p. 455-478, 2009.

MANDZILA, E. E. W.; ZÉGHAL, D. Content analysis of board reports on corporate governance, internal controls and risk management: evidence from France. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, v. 32, n. 3, p. 637-648, 2016.

MATHEWS, J. A. Dragon multinationals: New players in 21 st century globalization. **Asia Pacific journal of management**, v. 23, n. 1, p. 5-27, 2006.

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

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

OLIVEIRA, L. N. S. Ensaio sobre dividend smoothing no Brasil: determinantes e o efeito da internacionalização. 2017. 86 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2017.

PEREIRA, V. S. **Ensaio sobre os efeitos da internacionalização na estrutura de capital e estrutura de propriedade de multinacionais latino-americanas.** 2013. Tese de Doutorado.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The stata journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and performance: An organizational learning perspective. **MIR: Management International Review**, v. 1, n. 1, p. 63-83, 2003.

SILVA, A. F.; OLIVEIRA, R. S.; CARDOSO, G. F.; RIBEIRO, K. C. S. Política de dividendos e desempenho econômico financeiro: um estudo nas companhias do estado de Minas Gerais. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 20, n. 3, p. 77-89, 2019.

SILVA, N. D.; M., K. D. S.; PEREIRA, V. S.; REZENDE, C. F.; PITANGUI, C. Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**, 2016.

SCHMIDT, A.; HANSEN, M. W. Internationalization Strategies of African Firms. 2017.

WOOLDRIDGE, J. M. Introductory Econometrics: A Modern Approach, 2003. **New York: South-Western College Publishing**, 2002.

WU, D.; WU, X. B.; ZHOU, H. J. International expansion and firm performance in emerging market: evidence from China. **Chinese Management Studies**, v. 6, n. 3, p. 509-528, 2012.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017.