

FATORES QUE INFLUENCIAM AS EMPRESAS BRASILEIRAS NA DECISÃO DE LISTAR SUAS AÇÕES EM BOLSAS DE VALORES ESTRANGEIRAS

FACTORS INFLUENCING BRAZILIAN FIRMS IN THEIR DECISION TO LIST THEIR STOCKS ON FOREIGN STOCK EXCHANGES

OTÁVIO RIBEIRO DE MEDEIROS

otavio@unb.br

CARMEM SYLVIA BORGES

TIBÉRIO

carmemsvlvia@bb.com.br

RESUMO

O presente trabalho objetiva determinar, empiricamente, os fatores que influenciam as empresas brasileiras na decisão de listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras, fenômeno conhecido, internacionalmente, como *cross-border listing* e, no Brasil, como listagem transfronteiriça. A metodologia envolve tanto uma análise econômico-financeira das empresas brasileiras listadas no exterior, caracterizando-as e diferenciando-as daquelas listadas apenas no mercado doméstico, como testes empíricos uni e multivariados, utilizando o modelo *logit* e uma amostra de 288 empresas listadas na Bovespa. A análise econômico-financeira mostrou que as empresas listadas no exterior são rentáveis, investidoras, dinâmicas e têm ações valorizadas no mercado nacional. Os testes de hipóteses sobre os fatores que influenciam as empresas brasileiras a listarem no exterior indicaram que estes são: tamanho, participação no mercado acionário nacional, exposição no mercado externo e governança corporativa. O setor cujas empresas parecem ter maior probabilidade de listar no exterior é o de Telecomunicações. A relevância do trabalho está na ampliação do conhecimento sobre o comportamento das empresas brasileiras nos mercados de capitais internacionais.

Palavras-chave: empresas brasileiras, listagem no exterior, mercado de ações, *depository receipts*.

ABSTRACT

This paper aims to determine empirically the factors that influence Brazilian firms in their decision to cross-border list their stock. The methodology adopted involves an economic analysis of Brazilian cross-listed firms, characterizing and differentiating them from non cross-listed firms, univariate and multivariate tests, using the logit model and a sample of 288 firms listed on the Brazilian stock exchange (Bovespa). The economic analysis shows that cross-listed firms invest substantially, and are profitable, dynamic, and highly valued on the domestic market. The results of the hypotheses tests indicate that size, stock market share, exposure on foreign markets, and best practices of corporate governance seem to be factors influencing Brazilian firms to cross list. Firms belonging to the Telecommunications industry sector seem to have a higher probability to cross-list. The relevance of the study is in improving the knowledge on the behavior of Brazilian firms in international capital markets.

Key words: Brazilian firms, cross-border listing, stock market, *depository receipts*.

INTRODUÇÃO

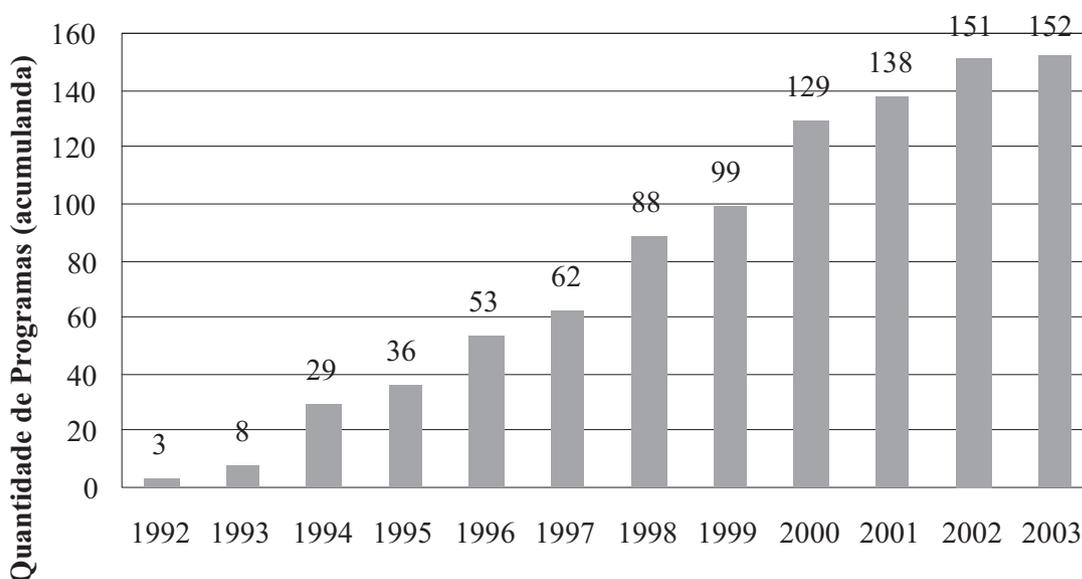
Uma das vertentes da globalização da economia mundial é a internacionalização dos mercados de capitais. Nessa internacionalização, investidores residentes em determinados países adquirem instrumentos financeiros localizados em outros, assim como empresas baseadas em diferentes países oferecem suas ações em mercados localizados em países estrangeiros, fenômeno conhecido na literatura como *cross-border listing* ou, simplesmente, *cross listing*. Assim, empresas norte-americanas podem estar listadas em bolsas de valores europeias ou asiáticas e vice-versa. *Depositary Receipt* (DR) é o nome genérico do certificado que permite que as empresas listem suas ações em mercados estrangeiros. Dependendo do mercado em que eles são lançados, recebem denominação específica, tais como *American Depositary Receipts* (ADRs), DR Argentina, DR Espanha, *Global Depositary Receipt* (GDR), no mercado europeu, ou *Brazilian Depositary Receipt* (BDR), no caso de empresas estrangeiras que listam suas ações no mercado brasileiro.

Os primeiros programas ADR aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ocorreram em 1992 e, no primeiro semestre de 2004, o Brasil atingiu 135 programas DR abertos no exterior, envolvendo 80 empresas. Do total de programas, 86 referem-se às ações listadas em bolsas norte-americanas e envolvem 67 empresas. Existem também registros de programas DR lançados na Argentina (DR Argentina), Espanha (DR Espanha) e Europa (GDR) (CVM, 2004a). O Quadro 1 apresenta a evolução dos programas DR aprovados pela CVM entre 1992 e 2003.

O giro de ADRs brasileiros nos EUA aproxima-se do giro da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), e influencia os negócios domésticos. O volume financeiro movimentado pe-

los ADRs de 36 empresas brasileiras, durante o ano de 2004, na Bolsa de Nova York, foi próximo do total negociado pelo Índice Bovespa no mercado local. Enquanto os papéis listados nos Estados Unidos tiveram uma média diária de US\$ 296 milhões, as ações do índice da bolsa brasileira registraram giro financeiro médio diário de US\$ 327 milhões, uma diferença de apenas 10,5%. O Índice Bovespa responde por 76,6% do total negociado pela bolsa em 2004. A maior liquidez do mercado externo permite operações de arbitragem de preços, as quais influenciam o preço local. Os fatores mais importantes para os investidores estrangeiros são o tamanho da empresa e a sua área de atuação: empresas exportadoras e com exposição no exterior oferecem menor risco. As empresas com negócios na bolsa norte-americana são transnacionais e competem com companhias de outros países. Por isso, é necessário que se capitalizem no exterior, local em que as taxas de captação são menores. A listagem no exterior é avaliada como benéfica, pois requer maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, dadas as exigências associadas aos padrões contábeis internacionais, o que aumenta o potencial de compra e venda de ações, com incentivo de melhores práticas de governança corporativa (Velloso e Frisch, 2004).

O importante e crescente movimento estratégico das empresas brasileiras na colocação de seus papéis em mercados acionários externos conduz imediatamente a uma indagação: quais os fatores que influenciam empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras? Assim, procurando responder a essa questão, o objetivo deste trabalho é identificar empiricamente os fatores que influenciam as empresas brasileiras a listar suas ações em bolsas estrangeiras.



Quadro 1 – Programas DR aprovados no Brasil de 1992 a 2003.

Chart 1 – DR programs approved in Brazil from 1992 to 2003.

Fonte: CVM (2004a).

É importante frisar que este trabalho não se propôs a realizar uma análise temporal ou um estudo de evento em que se avalia a situação do objeto estudado antes e depois da ocorrência de um determinado evento – no caso, a data da listagem da empresa no exterior (emissão de DRs) –, de modo a verificar possíveis alterações nas variáveis de interesse. Tal tipo de estudo não seria possível, tendo em vista que os dados disponíveis no Brasil, para muitas das variáveis utilizadas, não são datados na frequência temporal necessária, isto é, na frequência diária, semanal ou mensal, mas se datam anualmente. Por essa razão, o estudo procurou analisar as características relevantes das empresas que listaram suas ações no exterior, dentro de um determinado horizonte temporal, que as diferenciam daquelas que não o fizeram, tal como em Saudagaran (1988).

Enfatiza-se, ainda, que Velloso e Frisch (2004) consideram que a identificação dos fatores que motivam as empresas brasileiras a listar suas ações no exterior seja um passo importante para conhecer o comportamento das empresas brasileiras de capital aberto, frente às limitações do mercado de capitais nacional e às possibilidades de inserção no mercado de capitais global.

Dadas essas justificativas, anota-se que o restante do trabalho está dividido da seguinte forma: esta Introdução contempla os instrumentos relacionados à listagem no exterior; a seguir é apresentada uma revisão da literatura; a seção seguinte descreve a metodologia adotada; segue-se a análise dos resultados empíricos obtidos; e, finalmente, as conclusões.

INSTRUMENTOS FINANCEIROS: DEPOSITARY RECEIPTS

Depositary Receipt (DR) é o instrumento financeiro e legal, por meio de que uma empresa aberta negocia suas ações em mercado diferente do doméstico. Constitui-se de certificados representativos de direitos de ações, emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil. No Brasil, a negociação desses certificados depende de aprovação do programa pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela CVM, no exterior, pelas autoridades correspondentes. Os tipos mais conhecidos de DR são: *American Depositary Receipt* (ADR) – para o mercado norte-americano; *International Depositary Receipt* (IDR) e *Global Depositary Receipt* (GDR) – para o mercado europeu. Os ADRs surgiram em 1927, quando o JP Morgan realizou a primeira emissão, fato que possibilitou aos norte-americanos adquirir ações de companhias inglesas. A partir da experiência norte-americana, outros mercados disciplinaram seus programas DR. Assim, surgem IDR, GDR e, em 1996, o BDR (*Brazilian Depositary Receipt*). Na relação de programas DR (CVM, 2004a), constam outros dois tipos de DR: o DR Argentina e o DR Espanha. As espécies de ADR se diferenciam em relação ao nível de exigências de transparência e à adequação às normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC), das bolsas locais e observância aos *United States Generally Accepted Accounting*

Principles (USGAAP) (Andrezo e Lima, 1999):

- ADR nível I (*Pink Sheet*) – as ações da empresa adquiridas em bolsas brasileiras podem ser convertidas apenas uma vez em ADRs. As ações que lastreiam os ADR já existem no mercado secundário. Não há captação de recursos novos pela empresa emissora. As formalidades junto à SEC são menores e não há necessidade de adaptação da contabilidade aos padrões norte-americanos.
- ADR nível II (*Lister*) – não permite a captação de novos recursos, mas permite à empresa listar suas ações nas bolsas norte-americanas (NYSE, AMEX ou NASDAQ). Exige: (i) registro completo na SEC e em uma das bolsas norte-americanas, (ii) adaptação ao USGAAP e (iii) fornecimento periódico de informações detalhadas aos investidores.
- ADR nível III (*Fully Registered*) – permite a oferta pública de ADRs com emissão de novas ações e, portanto, a captação de recursos pela empresa emissora. Há necessidade de registro na SEC, adaptação aos USGAAP e elaboração de um prospecto de venda.
- ADR *Rule 144A* – autoriza negociação de valores mobiliários de empresas junto a investidores institucionais, visando aumentar a liquidez no mercado de colocações privadas nos EUA. Os custos e restrições são menores, pois se entende que esses investidores são experientes o bastante para fazerem suas próprias análises. Não há necessidade de registro na SEC e de adaptação aos USGAAP.
- ADR do tipo Regulamento S (ou REG S) – não é necessário o registro na SEC nem o atendimento às normas contábeis dos EUA. Há, nessa modalidade, lançamento de novas ações, que são negociadas somente entre não norte-americanos (CVM, 2004a).

Empresas que aderem às Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) da Bovespa, estão propensas a se lançar no mercado externo, já que elas se preocupam com a melhora de suas relações com os investidores, o que é importante para a listagem no exterior. No Nível 1, as empresas se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. No Nível 2, além das exigências do Nível 1, as empresas e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas. A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa adesão a um conjunto de regras societárias mais rígidas do que aquelas previstas pela legislação brasileira. Essas regras ampliam direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e oferecem aos investidores uma alternativa mais ágil e confiável para a resolução de conflitos, por meio de Câmara de Arbitragem (Bovespa, 2004).

REVISÃO DA LITERATURA

Saudagaran (1988) estudou os fatores que influenciam a decisão de empresas a listar suas ações externamente e observou que o grande número de corporações com ações em bolsas de valores estrangeiras estava tornando pouco clara a distinção entre mercados de capitais locais e internacionais. Seu estudo procurou responder à seguinte indagação: o que motiva uma empresa a ter suas ações registradas numa bolsa de valores estrangeira? Se uma companhia realiza a maior parte de suas transações comerciais e levanta capital no seu próprio país, pode não ser necessário listar seus papéis nas bolsas de valores de outros países. Porém, com o crescente processo de globalização dos negócios, as empresas vêm reconhecendo o potencial de crescimento por meio da expansão no exterior. À medida que as empresas crescem, elas procuram tecnologia, pessoal, matéria-prima e capital em países estrangeiros. A busca por capital externo, em forma de dívida ou de participação acionária, é suficientemente importante para motivá-las a considerar o registro de suas ações nas bolsas estrangeiras. Saudagaran (1988) considerou relevantes os seguintes fatores:

(a) Financeiros: o nível de liquidez e o grau de segmentação do mercado de capitais doméstico podem ser importantes na determinação do custo de capital de uma empresa. Empresas em países com mercados de capitais relativamente pequenos podem enfrentar uma curva de oferta inelástica de capital, se as fontes de capital domésticas forem restritas. Uma nova emissão de ações pode saturar o mercado local e baixar os preços das suas ações. Assim, as empresas podem recorrer a mercados de capitais maiores, para expandir a base de investidores potenciais e aumentar a demanda por suas ações;

(b) Marketing: listar em bolsas estrangeiras pode ser benéfico para o aumento da visibilidade da empresa, já que amplia a identificação do seu produto no país anfitrião. Por meio de negociações com autoridades, distribuição de prospectos, anúncios na imprensa e encontros com jornalistas e analistas financeiros, uma companhia se expõe fortemente na comunidade financeira nacional;

(c) Políticos: na medida em que os investidores do país anfitrião adquirem ações da empresa estrangeira, obtêm-se apoio local e neutralizam-se possíveis sentimentos nacionalistas hostis que possam existir no país anfitrião. A maioria das bolsas estipula que empresas registradas, locais e estrangeiras, distribuam, periodicamente, informações financeiras num formato com o qual o investidor local esteja familiarizado. É provável que um registro local faça aumentar o interesse pela empresa, por analistas locais e pela mídia financeira;

(d) Recursos Humanos: uma maior dependência em relação ao pessoal estrangeiro requer maior atenção às relações de trabalho em filiais estrangeiras. Sem isso, pode ser extremamente difícil, para as empresas multinacionais e suas sucursais no exterior, manter, com empregados, as

relações necessárias para o sucesso de suas operações. Muitas empresas estabelecem benefícios com os quais os empregados podem se tornar acionistas da empresa, com a expectativa de que eles tenham maior interesse no desempenho econômico dessa. Tais fatores podem justificar os custos do registro no estrangeiro.

Saudagaran (1988) testou quatro hipóteses relacionadas aos fatores: (i) participação da empresa na bolsa doméstica; (ii) importância de países estrangeiros como mercados para produtos das empresas; (iii) investimento relativo em países estrangeiros; e (iv) tamanho relativo da força de trabalho estrangeira. A nacionalidade de uma empresa (país sede) também pode influenciar sua decisão de registro, de acordo com o que afirma esse autor. Possíveis razões para isso são a dimensão do relatório financeiro e as exigências para o registro, o que pode afetar o custo do registro no exterior e, ainda, o tamanho do mercado de capitais e do mercado de produtos no país sede. Os registros no exterior podem, também, variar por setores econômicos; é sabido que empresas de determinados setores mostraram uma maior propensão ao registro em bolsas de valores no exterior. Os resultados dos testes de Saudagaran (1988) são consistentes com a hipótese de que o tamanho relativo da empresa em seu mercado acionário doméstico tem influência significativa em sua decisão de registrar-se no exterior. A hipótese de *marketing* foi igualmente sustentada pelos resultados: empresas com maior dependência dos mercados estrangeiros registram-se mais frequentemente no exterior do que empresas que vendem primariamente no mercado doméstico. A não significância estatística da proporção de ativos estrangeiros nos testes univariados e o sinal oposto ao esperado nos testes multivariados contradizem a hipótese de motivo político que prognosticava uma relação positiva entre essa variável e a decisão de listar. Suas principais conclusões foram que, além do tamanho absoluto das empresas, sua principal linha de negócio e sua nacionalidade os seguintes fatores influenciam na decisão de registrar em bolsas estrangeiras: (i) o tamanho relativo de uma empresa no mercado doméstico e (ii) a dependência da empresa em relação aos mercados estrangeiros. Não foi possível detectar uma relação significativa entre a proporção relativa de ativos estrangeiros, bem como a proporção relativa de empregados estrangeiros, e a decisão de registrar-se no exterior.

Karolyi (1998) revisa a literatura acadêmica sobre as implicações econômicas da decisão corporativa de listar ações em bolsas de valores no exterior. O foco localiza-se nos efeitos de valoração e da liquidez oriundos da decisão de listagem transfronteiriça e o impacto dessa listagem na exposição da empresa ao risco global e no seu custo de capital. Segundo o autor, a evidência mostra que: (i) os preços das ações reagem favoravelmente às listagens transfronteiriças no primeiro mês após a listagem; (ii) o desempenho dos preços, após listagem e até o período de um ano, é altamente variável de empresa para empresa, dependendo do mercado doméstico e

do mercado no qual a ação foi listada, da capitalização, das necessidades de levantamento de capital e de outros fatores específicos de cada empresa; (iii) na média, o volume de negócios após listagem aumenta e, para muitas emissões, o volume de negócios no mercado doméstico também cresce; (iv) a liquidez dos negócios com as ações melhora em geral, mas depende do aumento no volume total de negócios, da localização da listagem e do escopo das restrições em relação à participação estrangeira no mercado doméstico; (v) o risco no mercado doméstico é significativamente reduzido e está associado com apenas um pequeno aumento no risco do mercado global e no risco cambial, o que pode resultar em uma redução líquida no custo de capital próprio de cerca de 1,26%; (vi) os ADRs representam um veículo efetivo para diversificar globalmente programas de investimento baseados nos Estados Unidos; (vii) as exigências rígidas de evidências são o maior impedimento à listagem transfronteiriça.

Pagano *et al.* (2001) analisaram características de empresas antes e depois da listagem de suas ações em bolsas estrangeiras. Constataram que empresas de alta tecnologia e aquelas orientadas para exportação são atraídas para as bolsas norte-americanas. Empresas que listaram suas ações na Europa raramente têm crescimento rápido, mas aumentam suas vantagens competitivas depois de as listarem em mercados estrangeiros. Esses autores levantam hipóteses de que as empresas podem listar-se no estrangeiro por questões financeiras (financiamentos mais baratos ou mais facilmente disponíveis), e por questões de fortalecimento da empresa junto a seus fornecedores, empregados e clientes. Os autores também observaram que empresas que listam suas ações no exterior têm altas taxas de crescimento, o que se traduz em maiores índices PL (preço/lucro), em comparação com empresas puramente domésticas. Observaram ainda que a listagem no exterior pode ainda mitigar a segmentação de mercado, por reduzir barreiras a investidores estrangeiros, pelos custos de transação e pela maior disponibilidade de informações. A localização da bolsa de valores de destino pode ser determinante na decisão de listar no exterior, se o país anfitrião tiver nível tecnológico superior. Além disso, esses estudiosos apontam que: (i) as empresas de alta tecnologia indiciam possuir maior probabilidade de listar nos Estados Unidos, onde as indústrias congêneres são bastante desenvolvidas; (ii) as empresas também podem listar no estrangeiro para alcançar altos padrões de transparência contábil e governança corporativa; (iii) empresas localizadas em países com regulamentação e padrões de transparência inadequados estão mais propensas a listar suas ações no exterior. Se as bolsas competem por novas empresas, ao ajustarem seus padrões de regulação, esta motivação pode diminuir ao longo do tempo, devido ao ajustamento alcançado. Nesse sentido, Pagano *et al.* (2001) sugerem que a melhoria atual dos padrões de regulação europeus está atraindo investidores institucionais norte-americanos para ações listadas exclusivamente na Europa. Alguns mercados podem ser melhores que outros,

por proporcionarem liquidez ocasionada pela microestrutura superior, com expansão da base de acionistas e do volume de transações. A listagem no estrangeiro pode também ser explicada pela vantagem temporária dos preços de suas ações no exterior ou por uma desvalorização no mercado doméstico.

Os autores também analisam o histórico de listagem de empresas norte-americanas e europeias, a fim de para verificar tendências na listagem em bolsas pelos vários continentes, bem como as características dos mercados nos quais as ações eram listadas, em relação aos padrões contábeis, grau de proteção aos acionistas, desempenho do mercado e custos de transação. Identificaram correlação positiva com o custo do negócio, com os padrões de contabilidade e com a proteção aos acionistas.

Pagano *et al.* (2002), após analisarem 2.322 empresas que listaram ações em bolsas europeias e norte-americanas entre 1986 a 1997, verificaram que o número de empresas norte-americanas que listaram ações em bolsas da Europa cresceu em um terço, enquanto houve aumento considerável da listagem de empresas europeias em bolsas norte-americanas, o que se explica pela falta de atratividade das bolsas no mercado europeu, inclusive com declínio de listagem de empresas europeias nos próprios mercados domésticos. O tamanho da empresa e a recente privatização aumentam a probabilidade de a empresa listar suas ações no exterior. Empresas de alta tecnologia procuram o mercado norte-americano, pela presença de analistas competentes e investidores institucionais especializados em avaliar essas companhias. O mercado norte-americano é mais líquido que o europeu, tem melhores padrões contábeis e mais proteção aos acionistas. Na medida em que essas vantagens comparativas se traduzem em um custo mais baixo de capital, elas podem ser particularmente importantes para companhias que necessitam levantar recursos. Os autores citados concluem que a decisão das empresas em listar suas ações externamente está relacionada às características da bolsa de destino. As bolsas mais atrativas são aquelas com maior liquidez, maior proteção aos acionistas e sistemas legais e burocráticos mais eficientes, mas não as com padrões contábeis mais restritivos, com os quais foi identificada correlação negativa. Uma possível explicação para este resultado é que o custo de adaptação a padrões contábeis mais exigentes excede os benefícios originados pelo aumento da transparência.

De acordo com Camargos *et al.* (2003), a baixa oferta de financiamento de longo prazo no Brasil tem levado ao aumento da quantidade de empresas brasileiras que emitem DRs e ADRs. Com tal medida, buscam visibilidade internacional, maior liquidez nas operações com seus títulos e, melhorando a sua evidênciação e adaptação, levantar capital a custos inferiores aos vigentes no mercado doméstico. Tal fato tem contribuído para uma maior integração dos mercados envolvidos e para uma maior eficiência informacional, reduzindo as possibilidades de arbitragem. Os autores analisaram as oportunidades de arbitragem por meio da comparação dos preços diários de ações de empresas brasileiras no mercado doméstico com o preço

dos ADRs no mercado norte-americano, entre fevereiro/1999 e dezembro/2001, utilizando o Teste t de igualdade de médias para duas amostras emparelhadas. Concluíram que os mercados acionários, brasileiro e norte-americano, não estão totalmente integrados informacionalmente.

Claessens *et al.* (2003) estudaram os fatores determinantes do acesso a mercados acionários internacionais com uma ampla amostra de empresas de 53 países. Descobriram que as características de tamanho, crescimento, valoração, desempenho e atividade externa são importantes determinantes para empresas de países desenvolvidos, mas menos importantes para países em desenvolvimento. Eles reportam evidências de que, condicionado ao fato de o país já estar sofrendo um processo de internacionalização, empresas de países menos desenvolvidos usam a listagem transfronteiriça para aderirem a padrões legais e outros mais elevados. Finalmente, a listagem de suas ações no exterior está associada com: (i) crescimento das vendas; (ii) maior valoração e retorno sobre ativos; (iii) menor alavancagem, embora esses efeitos diminuam após a listagem no exterior.

Segundo Matsumoto e Borges (2004), países emergentes são opções promissoras para a diversificação e ganhos para investidores globais. Os autores argumentam que, com um maior número de empresas de países emergentes levantando capital pela emissão de ADRs, muitos estudos são elaborados para analisar a utilização desses títulos na integração dos mercados e nas possibilidades de arbitragem. O trabalho desses autores propôs-se a analisar a situação atual desses instrumentos e os seus efeitos sobre os mercados brasileiro e norte-americano, no período de janeiro de 2001 a dezembro de 2003, com uma carteira de 23 empresas e 74 observações para cada uma. Foram utilizados modelos estatísticos, tais como o Teste t para médias com duas amostras emparelhadas e Matriz de Correlação. Encontraram-se diferenças entre as cotações nos preços das ações brasileiras, no mercado local, e as cotações de seus ADR, no mercado americano. Com base nas estimativas de correlação, os pesquisadores citados sustentam que a precificação dos ADR brasileiros, em dólares, está fortemente baseada nos preços das ações na Bovespa, em reais. Também afirmam que os resultados evidenciaram forte integração entre os mercados analisados e oportunidades de arbitragem.

Desai (2004) propõe alguns fatores relevantes relacionados às empresas que procuram mercados externos para listagem de suas ações. Entre outros, o autor cita os seguintes fatores: (i) melhor proteção aos acionistas – maior visibilidade sobre governança e demonstrações contábeis podem melhorar as avaliações das empresas, aumentando sua credibilidade junto aos investidores; (ii) mercado de produtos – empresas que listam suas ações no mercado que vende seus produtos podem ampliar a visibilidade da empresa e de seus produtos junto aos consumidores; (iii) mercado de trabalho – às empresas com empregados no exterior pode interessar listar suas ações nesse mercado como programa de incentivos a esses funcionários.

Doidge *et al.* (2004) verificaram que as empresas estrangeiras listadas nos Estados Unidos têm um índice "q" de Tobin significativamente maior do que empresas similares no país de origem. Os autores conjecturam que essas empresas possuem maiores oportunidades de crescimento, as quais exigem acesso a mercados de capitais mais robustos para serem exploradas. Além disso, os acionistas controladores desejam limitar os seus direitos listando em um mercado mais restritivo. A magnitude do prêmio da listagem transfronteiriça é influenciada pela bolsa selecionada e pelo nível de direitos dos investidores no país de origem.

Segundo Karolyi (2006), há uma espécie de consenso que procura explicar por que as empresas buscam a listagem transfronteiriça, o que tem prevalecido há bastante tempo. Nessa visão, afirma-se que as empresas buscam tais oportunidades para se beneficiarem de um menor custo de capital que surge, visto que as suas ações se tornam mais acessíveis aos investidores globais. Para o autor, muito da evidência recente desafia esse senso comum. Na verdade, várias das novas iniciativas de pesquisa têm proposto que os fatores que influenciam na decisão sobre a listagem transfronteiriça envolvem riscos muito mais complexos do que a globalização pode criar no nível das empresas, tais como conflitos de agência, preocupações com transparência e evidenciação, e outros problemas de governança corporativa.

King e Mittoo (2007) abordam quatro questões relativas a listagens transfronteiriças por empresas de fora dos Estados Unidos em uma bolsa de valores desse país: porque as empresas listam no exterior? Uma listagem nos Estados Unidos aumenta o valor das empresas? Se afirmativo, quais são as razões para o aumento de valor? E, finalmente, como a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) tem afetado o valor das listagens de empresas estrangeiras nos Estados Unidos? Os autores alegam que tanto as revisões gerenciais quanto as pesquisas acadêmicas mostram que as empresas listam nos Estados Unidos para aumentar a visibilidade e aumentar a liquidez de suas ações, para ampliar sua base acionária, para ter acesso a financiamento mais barato e reduzir o seu custo de capital e, em alguns casos, para implementar uma estratégia global de negócios. Os autores afirmam que empresas estrangeiras também listam tipicamente em mercados externos, após períodos de forte desempenho de mercado, e experimentam um efeito positivo de valoração em torno da data da listagem, mas, posteriormente, apresentam desempenho inferior ao do mercado na fase pós-listagem transfronteiriça. Na média, as empresas que listam no exterior apresentam maiores valorações do que suas congêneres no mercado interno, mas com variações significativas baseadas nas características das empresas: os prêmios de valoração são para as empresas menores com alto crescimento de vendas no passado, maiores ROAs e menor alavancagem financeira. A longo prazo, as empresas que mostram um aumento permanente na valoração são aquelas que obtêm sucesso em expandir a sua base de acionistas nos Estados Unidos e em

melhorar os níveis de proteção ao acionista. Finalmente, ainda segundo os pesquisadores citados no início deste parágrafo, a evidência sugere que a Lei Sarbanes-Oxley, embora possa ter detido algumas das potenciais listagens transfronteiriças, não prejudicou seriamente os benefícios líquidos de uma listagem transfronteiriça nos Estados Unidos.

Já Crawford (2007) sustenta que a cobertura por analistas aumenta após uma listagem transfronteiriça em diferentes mercados anfitriões. O autor investiga o que produz a mudança na cobertura por analistas com base na chamada *bonding hypothesis*. Essa hipótese afirma que as empresas listam externamente em países com exigências rígidas de evidenciação e com fortes instituições jurídicas e regulatórias para assegurar aos acionistas que os administradores não se apropriarão dos recursos da empresa. Espera-se que essa ligação ou *bonding* facilite o acesso ao capital. O autor afirma que artigos recentes questionam a capacidade de essas instituições restringirem os administradores nas empresas listadas no exterior e sugerem que as forças do mercado também atuam para evitar a apropriação por parte dos administradores. Para fornecer evidência sobre os mecanismos que permitem às empresas a evitar a apropriação dos recursos das empresas pelos administradores, o autor examina a associação entre instituições no nível de país e a mudança na cobertura, por analistas, no entorno de uma listagem transfronteiriça. Os resultados mostraram que a força relativa das exigências de evidenciação e do ambiente jurídico nos mercados doméstico e anfitrião é apenas fracamente associada com o aumento na cobertura por analistas, enquanto as forças de mercado são fortemente relacionadas com aquele aumento. Segundo o autor, tais resultados sugerem que as forças de mercado agem no sentido de encorajar os administradores a respeitar os acionistas externos.

Gusmão e Garcias (2008) analisaram se há oportunidades de arbitragem pela comparação dos preços de ações de empresas brasileiras no mercado brasileiro com o preço dos ADRs no mercado norte-americano. Segundo os autores, o mercado de capitais brasileiro é carente de fontes de financiamento de longo prazo, o que tem produzido um aumento na quantidade de empresas brasileiras que emitem DRs, principalmente os ADRs, visando (i) dar maior liquidez as suas ações, (ii) visibilidade internacional, num estágio mais avançado de evidenciação e adaptação, bem como (iii) levantar capital a custos menores que os vigentes no mercado doméstico. Tal fenômeno produz maior integração dos mercados, levando-os ao caminho da eficiência informacional, minimizando as oportunidades de arbitragem. Com base nas estimativas de correlação realizadas e nos resultados obtidos, os autores sustentam que a precificação dos ADR brasileiros, em dólar, está fortemente baseada nos preços das ações na Bovespa. Pela análise da amplitude das variáveis ADR máxima e ADR mínima, eles afirmaram que existem oportunidades esporádicas de arbitragem, e que os mercados acionários, brasileiro e norte-americano, não

são completamente integrados informacionalmente, como referido anteriormente.

Halling *et al.* (2008) analisaram a localização da negociação de ações para empresas com listagem transfronteiriça nos Estados Unidos. Os autores asseveram ter comprovado que a proporção dos negócios dessas empresas que ocorrem nos Estados Unidos tende a ser maior para empresas de países que são geograficamente próximos a este país, que possuem um baixo desenvolvimento financeiro e baixa proteção contra a negociação com informação privilegiada (*insider trading*). Para empresas baseadas em países em desenvolvimento, o volume de negócios nos Estados Unidos é maior, se a empresa for pequena, volátil e focada em tecnologia, mas isso não se aplica às empresas de países emergentes. O volume doméstico de negociações aumenta no ano em que ocorre a listagem transfronteiriça e se mantém elevada nas empresas baseadas em mercados em desenvolvimento, mas não nas empresas de mercados emergentes. Na verdade, o volume de negócios domésticos cai nas empresas de países com baixa aplicação da regulação contra a negociação privilegiada.

Abdallah e Goergen (2008a) explicam a escolha da localização da listagem transfronteiriça em função do sistema jurídico vigente no país de destino (*common law versus civil law*). Descubrem que empresas com controle concentrado, com maior nível de risco, e aquelas com necessidades financeiras mais pronunciadas têm maior probabilidade de listar suas ações em um mercado com o sistema *common law*. Além disso, empresas de países com melhores padrões contábeis têm também maior probabilidade de listar suas ações em um país de *common law*. Entretanto, os autores não encontram respaldo para a *bonding hypothesis* e para a hipótese de que os acionistas com maiores benefícios privados de controle têm menor probabilidade de listar as suas empresas em uma bolsa onde prevalece a *common law*.

Foucault e Gehrig (2008) mostram que a listagem transfronteiriça permite que as empresas obtenham no mercado acionário informações mais precisas sobre o valor das suas oportunidades de crescimento. Assim, empresas listadas no exterior tomam melhores decisões de investimento e suas ações são negociadas com um prêmio. Essa teoria da listagem transfronteiriça implica a ideia de que a sensibilidade do investimento em relação aos preços das ações é maior para as empresas com listagem transfronteiriça. Além disso, o prêmio pela listagem transfronteiriça é positivamente relacionado ao tamanho das oportunidades de crescimento, mas negativamente relacionado à qualidade da informação gerencial. A sensibilidade do prêmio ao tamanho das oportunidades de crescimento aumenta com fatores que reforcem o impacto da listagem transfronteiriça na capacidade informacional do preço.

Abdallah e Goergen (2008b) testam a hipótese do resultado (*outcome hypothesis*), proposta por La Porta *et al.* (2000), com

uma amostra de empresas de 18 países que listam suas ações em 19 mercados acionários estrangeiros. A referida hipótese do resultado de La Porta *et al.* (2000) sustenta que empresas que são listadas em uma bolsa de valores em que prevalecem melhores direitos para o investidor pagam maiores dividendos, em vista de que os acionistas são capazes de fazê-las liberar mais dinheiro. Assim, espera-se que as empresas que listam no exterior em um mercado com melhor proteção aos acionistas aumentem o pagamento de dividendos após a listagem transfronteiriça. Os autores afirmam que os resultados das análises de *cluster* uni e multivariada dão respaldo para a hipótese do resultado. Particularmente, dizem que há forte respaldo para a hipótese de que o índice de pagamento de dividendos é medido pelas empresas por dividendos sobre vendas.

Doidge *et al.* (2009) investigaram como a decisão de uma empresa estrangeira de listar suas ações em uma bolsa de valores nos Estados Unidos pode estar relacionada ao consumo de benefícios privados de controle pelos seus acionistas controladores. A teoria propõe que, quando os benefícios privados são elevados, os acionistas controladores têm menor probabilidade de escolher os Estados Unidos para a listagem transfronteiriça por causa das restrições ao consumo de benefícios privados resultantes dessas listagens. Utilizando várias *proxies* para benefícios privados relacionados ao controle e direitos de propriedade de fluxo de caixa dos acionistas controladores, os autores afirmam ter encontrado respaldo para essa hipótese com uma amostra de mais de 4000 empresas de 31 países.

Há outros estudos sobre listagem no exterior, porém com enfoques diversos ao do presente trabalho. Por exemplo, Bin *et al.* (2003) tratam de questões relacionadas à influência da variação cambial na precificação de ADRs. O prêmio pelo risco cambial pode ser entendido por investidores como benefícios potenciais da diversificação de carteiras e de oportunidades de *hedging* associadas a investimentos internacionais. Karolyi (1998) e Viswanathan e Zychowicz (2003) estudaram a listagem de ações no exterior, objetivando analisar o comportamento do mercado e não o processo decisório das empresas.

Convém mencionar que os trabalhos realizados com dados do mercado brasileiro, a saber, Camargos *et al.* (2003), Matsumoto e Borges (2004) e Gusmão e Garcias (2008), foram focados com a possibilidade de arbitragem entre ações de empresas brasileiras, e seus respectivos ADRs, no mercado norte-americano e não com as razões que levaram as empresas a emitir ações transfronteiriças (ADRs). Assim, não há como realizar comparações entre este e aqueles trabalhos.

METODOLOGIA

O procedimento metodológico adotado consiste em testar, por meio de análise de regressão, um conjunto de variáveis explanatórias, de modo a determinar quais dessas variáveis influenciam, positiva ou negativamente, a variável dependente apropriada. Esta variável é qualitativa e binária: a empresa é ou não listada no exterior. Esta seção contempla a

metodologia adotada, enfocando um diagnóstico econômico-financeiro das empresas listadas no exterior, as hipóteses formuladas, a descrição dos dados e das variáveis e o modelo *logit*, apropriado quando a variável dependente é binária. Com base na metodologia utilizada por Saudagaran (1988), foram realizadas regressões uni e multivariadas. A razão para isso é a intenção de testar, inicialmente, o impacto de cada variável independente isoladamente sobre a variável dependente e, num segundo momento, verificar se a inclusão de outras variáveis altera o resultado obtido na regressão univariada, com o objetivo de garantir a consistência do processo.

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NO EXTERIOR

Antes de formular as hipóteses que permitiram testar os fatores que influenciam as empresas brasileiras em sua decisão de listar no exterior, realizou-se uma análise econômico-financeira das empresas listadas no exterior, procurando caracterizá-las e diferenciá-las das não listadas no exterior, conforme feito por Sanvicente (1996), em relação às empresas abertas, diferenciando-as das fechadas. A análise econômico-financeira foi desenvolvida com base em indicadores contábeis e outros fatores selecionados e em testes uni e multivariados, executados com o modelo *logit*. Os indicadores selecionados foram: Retorno sobre Patrimônio Líquido (RSPL), Crescimento Anual das Vendas, Retorno Acionário, Lucro sobre Preço da Ação, Crescimento do Lucro por Ação, Liquidez Corrente, Endividamento Total e Investimentos sobre Origens de Recursos. O significado desses indicadores está descrito a seguir:

- RSPL: é a taxa de retorno da empresa em relação ao capital próprio investido;
- Crescimento Anual das Vendas: avalia o grau de dinamismo da empresa no seu mercado de produtos ou serviços;
- Retorno Acionário: é a taxa de retorno para o acionista que possui ações da empresa;
- Crescimento do Lucro por Ação: mede a evolução da lucratividade da empresa relativa ao número de ações;
- Lucro sobre Preço da Ação: é o lucro por ação de uma empresa relativo ao preço corrente da ação e é utilizado para comparar a atratividade de ações, debêntures e instrumentos financeiros de mercado (*earnings yield*);
- Liquidez Corrente: mede a proporção do passivo circulante que pode ser coberta por ativos circulantes;
- Endividamento Total: mede a proporção entre dívida total (passivos exigíveis) e ativos totais de uma empresa;
- Investimento/Orgens: mede a proporção das origens de recursos que é destinada a investimentos.

Discussões detalhadas sobre esses e outros indicadores estão amplamente disponíveis na literatura (Sanvicente, 1996; Brigham e Houston, 1996; Ross *et al.*, 1993; Salmi e Martikainen, 1994).

DECISÃO DE LISTAR NO EXTERIOR: HIPÓTESES

As hipóteses sobre os fatores que podem influenciar a decisão de listar no exterior e suas respectivas justificativas baseiam-se nos trabalhos citados na revisão da literatura, mais especificamente em Saudagaran (1988), Pagano *et al.* (2001, 2002) e Desai (2004), e estão listadas abaixo, juntamente com suas justificativas:

H1: Tamanho absoluto: *empresas de grande porte têm maior propensão a listar suas ações em bolsas estrangeiras.* As *proxies* (variáveis representativas) alternativas utilizadas foram Receita Operacional Líquida, Patrimônio Líquido, Ativo Total e Tangibilidade dos Ativos (Ativo Permanente). A justificativa encontra-se nos critérios de registro no exterior que exigem que as empresas possuam porte elevado. Além disso, empresas de grande porte têm melhores condições para arcar com os custos de listar no exterior e de se adaptar às normas contábeis internacionais e exigências de transparência e governança.

H2: Participação no mercado acionário doméstico: *empresas com forte participação no mercado acionário brasileiro têm maior probabilidade de listarem suas ações em mercados externos.* Empresas nessa situação encontram restrições para a captação local de recursos, em vista do tamanho limitado do mercado de capitais brasileiro, e precisam assim de fontes alternativas de capital.

H3: Valor de mercado/valor patrimonial: *empresas listadas no exterior têm elevado índice Valor de Mercado/Valor Patrimonial (Market-to-book ratio).* Este indicador sinaliza que as ações estão valorizadas, tornando interessante para as empresas a emissão de ações e, possivelmente, de DRs (Medeiros e Daher, 2004; Rajan e Zingales, 1995).

H4: Exposição no mercado externo: *empresas com elevado volume de exportações têm maior probabilidade de listar suas ações no exterior.* A justificativa para essa hipótese está relacionada às questões de marketing e de política de que empresas com forte exposição no exterior precisam aumentar sua visibilidade nos mercados em que atuam (Saudagaran, 1988).

H5: Experiência em emissões locais: *empresas listadas no exterior têm experiência em emitir ações no mercado acionário doméstico.* Empresas que captam no mercado de capitais nacional têm mais experiência e estão afeitas a esse tipo de transação, o que as encoraja a buscar outros mercados, listando suas ações no exterior.

H6: Governança Corporativa: *empresas listadas no exterior adotam as melhores práticas de Governança Corporativa no Brasil (Níveis 1, 2 ou Novo Mercado).* Empresas que adotaram essas práticas no Brasil podem ter maior facilidade de se adaptar às exigências internacionais de evidênciação e transparência.

H7: Setor da Economia: *empresas pertencentes a certos setores de atividade econômica têm maior probabilidade de listar suas ações no exterior.* Alguns setores, por estarem relacionados a fatores como alta tecnologia, exportações, ou

outros fatores específicos podem estar mais propensos a listar ações no exterior.

As hipóteses de Saudagaran (1988) sobre proporção relativa dos ativos das empresas no exterior e a proporção relativa de empregados no exterior não puderam ser aqui testadas, pois não há disponibilidade de dados sobre esses fatores no país.

DADOS

Os dados utilizados referem-se a empresas listadas na Bovespa. São dados contábeis em *cross-section* os quais têm como data base 31/12/2003. Porém, para algumas variáveis, tais como o tamanho da empresa, foram coletados dados para o período de 1996 a 2003, mediante a utilização dos valores médios para esse período. A escolha deste período (1996–2003) decorreu, por um lado, da necessidade de coletar dados para um período pós-Plano Real, com taxas de inflação relativamente baixas e, por outro, pelo fato de que os dados anuais de 2003 eram os dados disponíveis mais recentes quando a parte empírica do trabalho foi realizada. As informações sobre emissão de ações e lançamento de DRs foram obtidas em consulta aos relatórios da CVM (2004b). Informações sobre Práticas de Governança Corporativa foram obtidas no *site* da Bovespa (Bovespa, 2004). Informações sobre exportação foram obtidas no *sítio* do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC, 2003). As informações contábeis e econômico-financeiras para as 288 empresas da amostra foram extraídas da Economática®, com valores contábeis ajustados pelo Índice Geral de Preços (IGP-DI) para a data base de 31/12/2003. A amostra foi construída da forma descrita, na sequência. A partir da população total de empresas listadas na Bovespa, foram eliminadas: (i) as empresas do setor financeiro, pelas suas características diferenciadas das demais; (ii) as empresas com dados faltantes na base da Economática® para os anos de 1996 a 2003; (iii) as empresas que sofreram processos de fusão, aquisição, falência ou concordata entre 1996 e 2003. Dessa forma, as 288 empresas remanescentes incluem tanto as listadas quanto as não listadas no exterior.

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Estão descritos aqui, tanto os indicadores utilizados na análise econômico-financeira, quanto as variáveis associadas às hipóteses descritas anteriormente.

VARIÁVEL DEPENDENTE

A variável dependente é binária, assumindo o valor de 1 (um) quando a empresa é listada no exterior e 0 (zero), caso contrário. Foram consideradas as empresas com ações listadas nos mercados norte-americano, argentino, espanhol e europeu (GDR) em 31/12/2003. Os dados são da CVM (2004b). O Quadro 2 apresenta um resumo das empresas da amostra com listagem no exterior, por mercado em que os DRs estão listados.

Quadro 2 – Empresas brasileiras listadas no exterior.

Chart 2 – Brazilian enterprises listed abroad.

	Empresas DR	% em relação à amostra (288)	% em relação às Empresas DR
Empresas com ações listadas no exterior)	71	24,65	100,00
Empresas ADR (mercado norte-americano)	60	20,83	84,51
Empresas com outros programas DR	11	3,82	15,49
Empresas DR com Captação de Recursos	21	7,29	29,58
Empresas DR sem Captação de Recursos	46	15,97	64,79
Empresas com DR não especificado pela CVM	4	1,39	5,63

Fonte: CVM (2004b).

VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Participação no mercado acionário doméstico: quantidade de ações ordinárias em circulação, em 31/12/2003, multiplicada pelo valor de fechamento da ação na mesma data, dividido pela capitalização total, que é o somatório dos valores de mercado das empresas da amostra. Os dados foram extraídos da base de dados da Economática®.

Exposição no mercado externo: nível de exportação da empresa, construído a partir de relatório anual do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC, 2003), com as seguintes faixas: 0 para as empresas não exportadoras; 1 para as empresas que exportaram até um milhão de dólares por ano; 2 para as empresas que exportaram entre 1 milhão e 10 milhões de dólares por ano; 3 para as empresas que exportaram entre 10 milhões e 50 milhões por ano; e 4 para as empresas que exportaram acima de 50 milhões de dólares por ano. Da amostra de 288 empresas, 129 são exportadoras.

Tamanho absoluto: para avaliar esse fator, foram considerados alternativamente Receita Operacional Líquida, Patrimônio Líquido, Ativo Total e Tangibilidade dos Ativos (Ativo Permanente), valores médios para 8 anos, de 1996 a 2003.

Rentabilidade: foram considerados alternativamente a Margem Operacional (Lucro Bruto/Receita Operacional Líquida) e Retorno sobre Patrimônio Líquido - RSPL (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido), valores médios para 8 anos (1996 a 2003).

Crescimento das vendas: a proxy utilizada foi a taxa média de variação da Receita Operacional Líquida de 1996 a 2003.

Liquidez: medida pelo Índice de Liquidez Corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante) médio para 8 anos (1996 a 2003).

Endividamento Total (Passivo Exigível/Ativo Total): média dos índices de 8 anos (1996 a 2003).

Investimento: aquisições de Ativo Permanente/Total das Origens representa o nível de investimento em relação ao total das origens de recursos médio 1996 a 2003.

Retorno acionário: retorno médio anual, com base no preço de fechamento das ações em 31/12/1996 e 31/12/2003, medida por $R_t = \log(P_t/P_{t-1})$, que é o retorno acionário em capitalização contínua, em que R é o retorno; log é o operador de logaritmo natural; P, o preço da ação; e t refere-se ao período de tempo.

Crescimento do Lucro por Ação (LPA): variação da rentabilidade da empresa em relação à quantidade de ações entre os anos de 1996 e 2003.

Lucro sobre Preço da Ação (L/P): rentabilidade em relação ao preço da ação (Lucro por ação/preço da ação), média dos índices de 1996 a 2003. Esse indicador é utilizado para comparar a atratividade de ações, conhecido também como *earnings yield*.

Valor: Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial ou *Market-to-Book ratio*, valores médios para 8 anos, de 1996 a 2003.

Experiência na Emissão de Ações: Foram consideradas empresas captadoras de recursos via emissão de ações aquelas que emitiram ações mais de uma vez no período (01/01/1990 a 31/12/2003). É uma variável binária, com o valor de 1 para a empresa que emitiu ações mais de uma vez no período (37 empresas) e 0 para a que não emitiu nenhuma (49) ou apenas uma vez (202). A fonte dos dados é CVM (2004b).

Governança Corporativa: indica se a empresa é participante do grupo de empresas que aderiram às melhores práticas de Governança Corporativa da Bovespa (Nível 1, 2 ou Novo Mercado). Somente 34 das 288 empresas da amostra fazem parte do grupo. A variável é binária, com valor de (1) para empresas participantes do programa e (0) para as não participantes. Os dados foram extraídos de Bovespa (2004).

Sector da Economia: os setores são representados por variáveis *dummy*, que indicam o setor da economia ao qual a empresa pertence. A variável *dummy* correspondente a um determinado setor assume valor de (1), quando a empresa pertence àquele setor e (0), caso contrário. Os dados foram obtidos na base de dados da Economática®, que distribui as empresas em 19 diferentes setores econômicos.

Os dados relativos às variáveis contábeis foram obtidos da Economática®, com os valores ajustados pelo índice de inflação (IGP-DI) para 31/12/2003.

O MODELO LOGIT

Os últimos anos testemunharam uma proliferação de métodos estatísticos para a análise de variáveis dependentes limitadas e dados qualitativos, dentre os quais o modelo de

regressão logística ou modelo *logit*, apropriado para lidar com uma variável dependente qualitativa e uma ou mais variáveis independentes qualitativas ou quantitativas. Se a variável dependente é binária, há uma probabilidade para a ocorrência de um resultado ($Y = 1$) e outra probabilidade para a ocorrência do resultado oposto ($Y = 0$), de tal forma que:

$$\text{Prob}(Y = 1 | x) = F(x, \beta) \quad (0)$$

$$\text{Prob}(Y = 0 | x) = 1 - F(x, \beta) \quad (2)$$

onde β é um vetor de coeficientes e x um vetor de variáveis independentes. O conjunto de parâmetros β transmite o impacto de variações em x sobre as probabilidades. A questão é definir uma função matemática $F(\cdot)$ apropriada para o lado direito das equações (1) e (2). Quando a variável dependente é binária, o modelo de regressão linear não é adequado por uma série de problemas econométricos. Dentre as funções mais frequentemente utilizadas nesses casos, está a função logística (Greene, 2002):

$$\text{Prob}(Y = 1 | x) = \frac{e^{x' \beta}}{1 + e^{x' \beta}} \quad (3)$$

onde Y é a variável dependente binária (listada = 1; não listada = 0), x é o vetor das variáveis explanatórias, β é o vetor dos coeficientes e e é o número de Neper.

As variáveis independentes contínuas (não qualitativas) foram submetidas à transformação logarítmica, com o propósito de reduzir possíveis problemas de heteroscedasticidade, dada a dispersão dos valores em função da existência de empresas de tamanhos bastante diversos na amostra (Greene, 2002).

O modelo *logit* é estimado por meio da função logarítmica de verossimilhança (*log likelihood function*), expressa como:

$$L = \sum_{i=1}^{n_1} \log F(x_i, \beta) + \sum_{i=n_1+1}^{n_1+n_2} \log[1 - F(x_i, \beta)] \quad (4)$$

onde \log é o operador de logaritmo natural, $F(\cdot)$ a função logística, n_1 o número de observações em que $Y = 1$ e n_2 o número de observações em que $Y = 0$ (Dhrymes, 1986; Pindick e Rubinfeld, 1998).

Para obter a maior robustez possível para os resultados, as regressões *logit* foram estimadas com erros padrões robustos, obtidos com base no método de quase máxima verossimilhança (QML – *Quasi-Maximum Likelihood*) de Huber-White (Huber, 1967; White, 1982).

Testes de Hipóteses:

A hipótese nula e as hipóteses alternativas para os testes estatísticos são:

$H_0: \beta_i = 0$ – a variável independente i não exerce influência na decisão de a empresa listar ações em bolsa estrangeira;

$H_a: \beta_i > 0$ – a variável independente i exerce influência positiva na decisão de a empresa listar em bolsa estrangeira;

$H_b: \beta_i < 0$ – a variável independente i exerce influência negativa na decisão de a empresa listar ações em bolsa estrangeira.

β_i é o coeficiente associado à i -ésima variável independente. A cada teste de hipótese, a rejeição de H_0 implica na confirmação de uma das hipóteses formuladas anteriormente. A não rejeição de H_0 significa que o fator em questão não influencia a decisão de listar no exterior. A rejeição de H_0 implica a aceitação da alternativa H_a , se a variável independente tiver efeito positivo na decisão de listar ações no exterior, ou da alternativa H_b , se a variável independente tiver efeito negativo na decisão de listar ações no exterior. Os testes de hipóteses para coeficientes em modelos *logit* utilizam o teste z , baseado na distribuição normal padrão, com nível de significância de 5% (Brooks, 2002). Em vista disso, um teste de normalidade para modelos com variáveis dependentes limitadas foi aplicado aos resíduos das regressões uni e multivariadas, resultando em não rejeição da hipótese nula de normalidade em todos os casos (Bera *et al.*, 1984).

RESULTADOS

Os resultados e sua análise estão divididos em três partes: a primeira discute os resultados de uma análise econômico-financeira que procura caracterizar as empresas listadas no exterior em termos de um conjunto de indicadores contábeis e econômicos, diferenciando-as das empresas não listadas no exterior. A segunda parte apresenta resultados dos testes univariados com as hipóteses sobre os fatores que influenciam as empresas brasileiras em sua decisão de listar no exterior, e a terceira apresenta o resultado dos testes multivariados envolvendo as mesmas hipóteses.

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS LISTADAS NO EXTERIOR

Esta subseção apresenta os resultados de uma breve análise econômico-financeira das empresas brasileiras listadas no exterior. Inicialmente, foram realizadas regressões univariadas com o modelo *logit*, utilizando-se como variáveis independentes os indicadores e variáveis descritos anteriormente. Nesses testes, os indicadores Retorno sobre Patrimônio Líquido (RSPL), Crescimento Anual das Vendas, Lucro sobre Preço da Ação, Crescimento do Lucro por Ação e Investimentos sobre Origens de Recursos mostraram-se significativos a 5%, enquanto Retorno Acionário, Liquidez Corrente e Endividamento Total tiveram coeficientes não significativos no mesmo nível de significância.

Realizou-se, então, uma regressão multivariada, também com o modelo *logit*, na qual todos os indicadores e variáveis descritos no trabalho foram agrupados. Eliminando-se os indicadores cujos coeficientes mostraram-se não significativos, chegou-se ao resultado mostrado no Quadro 3.

Quadro 3 – Análise econômico-financeira – teste multivariado.**Chart 3** – Economic and financial Analysis – multivariate test.

Variável Dependente: FL_NFL
 Método: ML - Logit Binário
 Data: 02/27/05 Hora: 11:19
 Amostra (ajustada): 1 288
 Observações incluídas: 243
 Observações excluídas: 45 após ajustes dos pontos extremos
 Convergência obtida após 6 iterações
 Erros padrões e covariância QML (Huber/White)

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística z	P-valor
C	-6.481305	9.652782	-0.671444	0.5019
LOG(INVEST)	1.588482	0.711622	2.232199	0.0256
LOG(CRESC VENDAS)	1.318959	0.574332	2.296509	0.0216
LOG(L/P)	-1.431249	0.915973	-1.562544	0.0182
LOG(RSPL)	1.493083	0.576725	2.588899	0.0096
LOG(CRESC LPA)	1.170734	0.583905	2.005006	0.0450
Média da var. dependente	0.348837	Desv. Pad var. dependente	0.482243	
E.P. da regressão	0.329837	Crit. Info. Akaike	0.917100	
Soma quad. Resíduos	4.025325	Crit. Info. Schwarz	1.162848	
Log verossimilhança	-13.71764	Crit. Hannan-Quinn.	1.007724	
Log verossimilhança restrita	-27.80913	Média do log da verossim.	-0.319015	
Estatística LR (5 g.l.)	28.18297	R ² de McFadden	0.506722	
P-valor (estatística LR)	3.35E-05			
Obs com Dep=0	128	Total obs	243	
Obs com Dep=1	115			

Esse resultado confirma a relevância dos indicadores nos testes univariados e mostra que Investimento/Origens, Crescimento das Vendas, Lucro sobre Preço da Ação (L/P), Retorno sobre Patrimônio Líquido (RSPL) e Crescimento do Lucro por Ação (LPA) diferenciam as empresas listadas no exterior das não listadas. O coeficiente de determinação adequado ao modelo *logit*, o R² de McFadden, mostra que a regressão explica 50,67% da relação entre a variável dependente e as independentes. Um coeficiente positivo indica que, quanto maior o indicador, maior a probabilidade de a empresa estar listada no exterior, e o coeficiente negativo indica que, quanto maior o indicador, menor a probabilidade de a empresa estar listada no exterior. Pode-se afirmar, por esse resultado, que as empresas listadas no exterior, em relação àquelas não listadas no exterior, são empresas que investem substancialmente em relação a suas origens de recursos, têm crescimento significativo de vendas e do lucro por ação, apresentam elevado retorno sobre patrimônio líquido e têm baixo lucro sobre preço de ação. O sinal negativo do índice L/P pode significar que as empresas listadas no exterior são empresas com preços de ação bastante valorizados e, portanto, baixos índices L/P.

Portanto, elas parecem ser empresas investidoras, lucrativas, dinâmicas e valorizadas no mercado doméstico. Cumpre notar que Liquidez Corrente, Endividamento Total e Retorno Acionário não tiveram coeficientes significativos, fato indicativo de que eles não são relevantes para diferenciar empresas listadas das não listadas no exterior.

FATORES QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE LISTAR NO EXTERIOR - TESTES UNIVARIADOS

O critério para rejeitar ou não rejeitar as hipóteses foi o teste t de *Student*. Os resultados dos testes, para cada uma das hipóteses, estão descritos a seguir.

H1: Tamanho absoluto foi confirmada para todas as *proxies* utilizadas (Receita Operacional Líquida, Patrimônio Líquido, Tangibilidade dos Ativos e Ativo Total), já que, para todas elas, o coeficiente β foi positivo e significativo.

H2: Participação no mercado acionário foi confirmada, com coeficiente positivo.

H3: Valor de mercado/valor patrimonial, com relação esperada positiva, foi confirmada, isto é, empresas listadas no exterior têm elevados *Market-to-Book Ratios*.

H4: Exposição no mercado externo (exportação) foi confirmada, com coeficiente positivo, isto é, empresas listadas no exterior têm alta exposição no mercado externo.

H5: Experiência na emissão de ações foi confirmada, com relação positiva, o que significa que as empresas listadas no exterior são emissoras de ações em bolsas brasileiras.

H6: Governança Corporativa foi confirmada, com relação positiva, o que indica que as empresas listadas no exterior adotam as melhores práticas de governança no Brasil.

H7: Setor da Economia foi confirmada para dois setores, cujas *dummies* tiveram coeficientes positivos e significativos: Papel e Celulose e Telecomunicações. É possível dizer que empresas desses setores têm alta probabilidade de listar no exterior. Quanto às empresas dos demais setores, não há relação entre o setor e o fato de listar ou não no exterior.

O Quadro 4 sintetiza os resultados relevantes dos testes univariados, com as relações esperadas e observadas e o nível de significância (valores-p ou *p-values*).

Os resultados univariados mostram que as hipóteses relativas a tamanho absoluto foram validadas para todas as *proxies* utilizadas, com nível de significância de 0,0000, evidenciando que porte é um fator importante na decisão de listar no exterior. A hipótese do Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial (*Market-to-Book Ratio*) foi confirmada, o que indica que empresas que têm esse indicador elevado percebem que suas ações estão altamente valorizadas pelo mercado e podem decidir emitir ações (ou DRs), de modo a tirar proveito da oportunidade favorável, pois emitir ações quando elas estão valorizadas significa captar recursos emitindo uma quantidade menor de ações, reduzindo a diluição e minimizando uma possível destruição de valor para os acionistas existentes (Rajan e Zingales, 1995).

Governança Corporativa também se mostrou fortemente significativa e revelou a importância desse fator para as empresas que procuram uma inserção no mercado internacional de capitais. Tal importância pode ser corroborada quando se verifica que, das 76 empresas brasileiras detentoras de ADRs

(em dezembro de 2008) 49, isto é, 65% delas, fazem parte do grupo de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, em que são exigidos padrões elevados quanto à governança corporativa: 19 no Nível 1, 6 no Nível 2 e 24 no Novo Mercado. A confirmação da hipótese de exposição no exterior indica que essas empresas parecem realmente adotar estratégias de *marketing* e de política para melhorar sua imagem no mercado externo, enquanto que a confirmação da hipótese de experiência na emissão de ações sugere que empresas que emitem ações costumeiramente no mercado interno são prováveis emissoras de DRs no exterior. A identificação dos setores de Papel e Celulose e de Telecomunicações, como aqueles de alta probabilidade de listarem no exterior, reflete o fato de que pertencem a um setor fortemente exportador (Papel e Celulose) e a um setor de alta tecnologia (Telecomunicações) que têm, por essas razões, altas probabilidades de buscarem o mercado internacional (Pagano *et al.*, 2002).

FATORES QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE LISTAR NO EXTERIOR - TESTES MULTIVARIADOS

As variáveis consideradas nos testes univariados foram agrupadas para a realização dos testes multivariados, por meio de regressão *logit* múltipla. O melhor resultado obtido está no Quadro 5.

As variáveis foram agrupadas, para as regressões multivariadas, do seguinte modo. A regressão multivariada incluiu todas as variáveis testadas nos testes univariados, exceto tamanho absoluto, por ser fortemente correlacionada à participação no mercado acionário doméstico, o que causaria um problema econométrico de multicolinearidade (Brooks, 2002). Verifica-se que participação na bolsa doméstica (PART), exposição internacional (EXPORT), governança corporativa (GOV_CORP) e o fato de pertencer ao setor de telecomunicações (D15) são fatores que influenciam positivamente a decisão de listar no exterior. Algumas variáveis que tinham mostrado coeficientes relevantes nos testes univariados não se mostraram repre-

Quadro 4 – Decisão de listar no exterior – testes univariados.

Chart 4 – Decision to list abroad – univariate tests.

Hipóteses	Relação esperada	Relação observada	Nível Signif.
H1: Tamanho absoluto (ROL, PL, Ativo Total, tangibilidade)	Positiva	Positiva	0,0000
H2: Participação no mercado acionário doméstico	Positiva	Positiva	0,0000
H8: Valor de mercado/V. patrimonial (<i>Market to Book Value</i>)	Positiva	Positiva	0,0031
H12: Exposição no mercado externo (<i>Exportação</i>)	Positiva	Positiva	0,0497
H13: Experiência na emissão de ações	Positiva	Positiva	0,0187
H14: Governança Corporativa	Positiva	Positiva	0,0000
H15a: Setor da Economia: Papel e Celulose	Positiva	Positiva	0,0357
H15b: Setor da Economia: Telecomunicações	Positiva	Positiva	0,0269

Quadro 5 – Fatores que influenciam decisão de listar – teste multivariado.

Chart 5 – Factors influencing the decision to list – multivariate test.

Variável Dependente: FL_NFL
 Método: ML - Logit Binário
 Data: 02/27/05 Hora: 11:19
 Amostra (ajustada): 1 288
 Observações incluídas: 245
 Observações excluídas: 43 após ajustes dos pontos extremos
 Convergência obtida após 4 iterações
 Erros padrões e covariância QML (Huber/White)

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística z	P-valor
C	-0.314198	0.777639	-0.404041	0.6862
LOG(PART)	0.112469	0.045680	2.462076	0.0138
EXPORT	0.208314	0.109958	1.894483	0.0582
GOV_CORP	2.373215	0.464146	5.113079	0.0000
D15	1.461414	0.570449	2.561867	0.0104
Média da var. dependente	0.261224	Desv. Pad var. dependente	0.440201	
E.P. da regressão	0.384621	Crit. Info. Akaike	0.940426	
Soma quad. Resíduos	35.50397	Crit. Info. Schwarz	1.011880	
Log verossimilhança	-110.2022	Crit. Hannan-Quinn.	0.969201	
Log verossimilhança restrita	-140.7118	Média do log da verossim.	-0.449805	
Estatística LR (5 g.l.)	61.01917	R2 de McFadden	0.216823	
P-valor (estatística LR)	1.77E-12			
Obs com Dep=0	181	Total obs	245	
Obs com Dep=1	64			

sentativas no teste multivariado: Valor de Mercado/Valor Patrimonial, experiência na emissão de ações e pertencer ao setor de Papel e Celulose.

CONCLUSÕES

A análise econômico-financeira das empresas brasileiras listadas no exterior mostrou que, em geral, essas empresas mantêm altos níveis de investimentos em relação às origens, são rentáveis, dinâmicas e com ações valorizadas no país. Não se destacam quanto à liquidez, endividamento e retorno acionário.

Quanto aos fatores que influenciam a decisão de listar no exterior, a hipótese de Saudagaran (1988) de participação na bolsa doméstica foi confirmada em todos os testes, bem como a hipótese de exposição no mercado. A primeira indica que as empresas brasileiras com elevada participação nas bolsas brasileiras podem ter recorrido às bolsas estrangeiras por terem atingido seus limites de captação de recursos no mercado local e por terem constatado que precisavam de outras fontes de capitalização. Pode indicar, também, que elas se sentiam suficientemente experientes e fortes no mercado local, o que as encorajou a listar em outros mercados. Quanto à segunda,

a confirmação pode estar associada às razões políticas e de *marketing* de Saudagaran (1988) e Desai (2004), o que remete a uma estratégia eficaz para empresas com exposição internacional: listar suas ações internacionalmente, de modo a aumentar a sua visibilidade junto a clientes, governo e mídia.

Quanto a tamanho absoluto, os testes univariados confirmaram a hipótese de que esse fator é uma característica importante das empresas listadas no exterior, o que não foi testado na regressão multivariada, em vista de problemas de multicolinearidade. As razões para a importância do tamanho absoluto são similares às descritas para a participação no mercado doméstico; além disso, as regras para listagem em bolsas estrangeiras exigem porte elevado. Pagano *et al.* (2002) acreditam também que os custos de listagem no exterior são elevados, especialmente pelas exigências contábeis, o que é mais problemático para empresas menores.

Vale ressaltar a constatação da Governança Corporativa como o fator cujo coeficiente foi o mais significativo em todos os testes em que ela foi incluída. Isso confirma as inferências de Pagano *et al.* (2001) de que as empresas podem listar no estrangeiro para alcançar altos padrões de transparência contábil e de governança corporativa, e de que um ambiente altamente

regulado pode baixar o custo de capital. Esse resultado está de acordo com Desai (2004), para quem empresas que procuram mercados externos com vistas à colocação de suas ações buscam melhor proteção aos acionistas e mais visibilidade sobre governança e demonstrativos contábeis, fato que aumenta a credibilidade junto aos investidores.

Quanto à questão setorial, os setores de Papel e Celulose e Telecomunicações mostraram relação positiva significativa nos testes univariados. O setor de Papel e Celulose é fortemente exportador, e o setor de Telecomunicações, de alta tecnologia. Nesse sentido, tais fatores são relevantes para a decisão de listar no exterior (Saudagaran, 1988; Pagano *et al.*, 2001). No entanto, apenas o setor de Telecomunicações manteve sua relevância nos testes multivariados, indicando que pertencer a um setor de alta tecnologia parece ser mais importante que pertencer a um setor exportador.

Como conclusão geral, pode-se afirmar que as empresas brasileiras listadas no exterior parecem ser, em média, de grande porte, investidoras, dinâmicas, rentáveis e com ações valorizadas. Igualmente, percebem-se quais são os vetores estratégicos que as levam a listar seus papéis no exterior: (i) ampliar sua capacidade de captar recursos, atuando em mercados acionários mais promissores; (ii) ampliar sua visibilidade no exterior, de modo a aumentar sua competitividade nos mercados internacionais; (iii) explorar as vantagens obtidas com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Além disso, pertencer ao setor de Telecomunicações parece aumentar a probabilidade de a empresa listar no exterior.

Convém lembrar que não existe, ainda, na literatura internacional, uma teoria consolidada sobre os fatores que levam as empresas a optar pelo *cross-border listing*, ao contrário do que ocorre com temas como estrutura de capital, por exemplo. O estado da arte sobre o assunto está ainda na fase de formulação de hipóteses e de testes empíricos, ações que poderão embasar a elaboração de teorias futuramente. Convém mencionar que, embora tenham sido analisados e referenciados alguns trabalhos realizados com dados do mercado brasileiro, como os de Camargos *et al.* (2003), Matsumoto e Borges (2004) e Gusmão e Garcias (2008), tais trabalhos preocuparam-se com a possibilidade de arbitragem entre ações de empresas brasileiras e seus respectivos ADRs no mercado norte-americano e não com as razões que levaram as empresas a emitir ações transfronteiriças (ADRs).

Evidentemente, este estudo não encerra a discussão sobre o tema, pois há diversas outras metodologias, hipóteses, variáveis e dados que podem ser utilizados para encontrar outros fatores relevantes e confirmar ou questionar aqueles aqui relatados. Acredita-se, contudo, que essa é uma pesquisa multidisciplinar, envolvendo as áreas de administração, finanças, contabilidade e métodos quantitativos, a qual pode motivar pesquisadores dessas áreas a contribuir para um maior conhecimento sobre o tema.

Finalmente, vale mencionar que, embora o ano base de 2003 não tenha sido um período atípico da economia brasileira ou internacional, o que poderia ter gerado distorções nos resultados, algumas variáveis utilizaram dados médios para o período de 1996 a 2003. Sabe-se que, nesse período, ocorreram algumas crises internacionais, tais como a do México (1994), da Ásia (1997), da Rússia (1998), do Brasil (1999), da Turquia (2001) e da Argentina (2001). É possível que, principalmente, no que se refere à crise brasileira, tenha havido algum efeito sobre as empresas brasileiras da amostra, que não foi considerado nos testes empíricos, fato que se constitui como uma limitação do trabalho.

REFERÊNCIAS

- ABDALLAH, W.; GOERGEN, M. 2008a. Does corporate control determine the cross-listing location? *Journal of Corporate Finance*, 14(3):183-199.
- ABDALLAH, W.; GOERGEN, M. 2008b. The impact of a cross-listing on dividend policy. *International Journal of Corporate Governance*, 1(1):49-72.
- ANDREZO, A.F.; LIMA, I. S. 1999. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo, FIECAFI/USP, 210 p.
- BERA, A.K.; JARQUE, C.M.; LEE, L.F. 1984. Testing the normality assumption in limited dependent variable models. *International Economic Review*, 25(3):563-578.
- BIN, F.S.; MORRIS, G.B.; CHEN, D.H. 2003. Effects of exchange-rate and interest-rate risk on ADR pricing behavior. *North American Journal of Economics and Finance*, 14:241-262.
- BOVESPA. 2004. *Empresas Nível 1 e 2 e Novo Mercado*. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.htm>. Acesso em: 06/07/2004.
- BRIGHAM, E.F.; HOUSTON, J.F. 1996. *Fundamentals of Financial Management*. New York, Harcourt Brace, 635 p.
- BROOKS, C. 2002. *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge, Cambridge University Press, 737 p.
- CAMARGOS, M.A.; GOMES, G.D.; BARBOSA, F.V. 2003. Integração de mercados e arbitragem com títulos transfronteiriços: ADRs – American Depositary Receipts. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(2):51-67.
- CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S.L. 2003. *Accessing international equity markets: What firms from which countries go abroad?* World Bank Working paper. Washington, D.C., World Bank, 65 p.
- CRAWFORD, S.S. 2007. *What's driving cross-listing effects? an analysis of analyst coverage surrounding international cross listings*. Working paper. Chicago, The University of Chicago Graduate School of Business, 35 p.
- CVM. 2004a. *Programas de DR Aprovados, posição em 02/07/2004*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19/01/2004.
- CVM. 2004b. *ADRs Junho de 2004*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20/05/2004.
- DESAI, M. 2004. Cross-border listings and depositary receipts. *Harvard Business Online*, 9-204-022:1-30.
- DHRYMES, P. 1986. Limited dependent variables. In: Z. GRILICHES; M.D. INTRILIGATOR (eds.), *Handbook of Econometrics*. Amsterdam, Elsevier, vol. III, p. 125-143.

- DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; LINS, K.V.; MILLER, D.P.; RENÉ M. STULZ. 2009. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. *The Journal of Finance*, 64(1):425-466.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; STULZ, R.M. 2004. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? *Journal of Financial Economics*, 71(2):205-238.
- FOUCAULT, T.; GEHRIG, T. Stock price informativeness, cross-listings, and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 88(1):146-168.
- GREENE, W.H. 2002. *Econometric Analysis*. New Jersey, Prentice Hall, 623 p.
- GUSMÃO, I.B.; GARCÍAS, P.M. 2008. Análise dos Custos de Transação, das Oportunidades de Arbitragem e da Eficiência de Mercado nas Empresas Brasileiras Emissoras de ADR. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, São Paulo, 2008. *Anais...* São Paulo, p. 125-141.
- HALLING, M.; PAGANO, M.; RANDL, O.; ZECHNER, J. 2008. Where is the market? Evidence from cross-listings in the United States. *Review of Financial Studies*, 21(2):725-761.
- HUBER, P. 1967. The Behavior of maximum likelihood estimators under nonstandard conditions. In: BERKELEY SYMPOSIUM IN MATHEMATICAL STATISTICS, 5, Berkeley, *Anais...* Berkeley, University of California Press, vol. I, p. 86-99.
- KAROLYI, A.G. 1998. Why do companies list shares abroad? a survey of the evidence and its managerial implications. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 7(1):103-118.
- KAROLYI, G.A. 2006. The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom. *Review of Finance*, 10(1):99-152.
- KING, M.R.; MITTOO, U.R. 2007. What companies need to know about international cross-listing. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(4):60-74.
- LA PORTA, R. SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 2000. Agency problems and dividend policy around the world, *Journal of Finance*, 55:1-33.
- MATSUMOTO, A.S.; BORGES, R.O. 2004. Integração e possibilidades de arbitragem entre o mercado brasileiro de ações e o mercado de ADR no período de 2001 a 2003. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, São Paulo. *Anais...* São Paulo, p. 80-95.
- MDIC. 2003. Empresas Exportadoras. Empresas Importadoras por Países e Unidades da Federação. Disponível em: <http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/inicial/index.php>. Acesso em: 20/05/2004.
- MEDEIROS, O.R. de; DAHER, C.E. 2004. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo, USP, p. 205-220.
- PAGANO, M.; RANDL, O.; RÖELL, A.A.; ZECHNER, J. 2001. What makes stock exchanges succeed? Evidence from stock listing decisions. *European Economic Review*, 45(4-6):770-782.
- PAGANO, M.; RÖELL, A.A.; ZECHNER, J. 2002. The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *The Journal of Finance*, LVII(6):2651-2694.
- PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. 1998. *Econometric models and economic forecasts*. Boston, McGraw-Hill, 456 p.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, L(5):1421-1460.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. 1993. *Corporate finance*. 3ª ed., New York, Irwin, 450 p.
- SALMI, T.; MARTIKAINEN, T.A. 1994. Review of the theoretical and empirical basis of financial ratio analysis. *Finish Journal of Business Economics*, 4(94):426-448.
- SANVICENTE, A.Z. 1996. Perfil das companhias abertas: comparação com empresas fechadas. *Ibmec São Paulo*. Disponível em: <http://www.ibmec.br/sub/SP/article.php?topicid=144&siteid=18>. Acesso em: 05/04/2004.
- SAUDAGARAN, S.M. 1988. An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges. *Journal of International Business Studies*, 10(1):101-127.
- VELLOSO, T.; FRISCH, F. 2004. Uma Bovespa em Nova York. *Valor Online*. Disponível em: www.valoronline.com.br. Acesso em: 08/07/2004.
- VISWANATHAN, K.G.; ZYCHOWICZ, E.J. 2003. Firm-specific and institutional determinants of foreign firm decisions to list on U.S. markets. In: MULTINATIONAL FINANCIAL SOCIETY'S ANNUAL CONFERENCE, 10, Montreal. *Anais...* Montreal, p. 210-234.
- WHITE, H. 1982. Maximum likelihood estimation of misspecified models. *Econometrica*, 53:1-16.

Submissão: 08/10/2007

Aceite: 06/04/2009

OTÁVIO RIBEIRO DE MEDEIROS

Universidade de Brasília
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Campus Universitário Darcy Ribeiro
Prédio da FACE, Salas B1-02,
70910-900, Brasília, DF, Brasil

CARMEM SYLVIA BORGES TIBÉRIO

Universidade de Brasília
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Campus Universitário Darcy Ribeiro
Prédio da FACE, Salas B1-02,
70910-900, Brasília, DF, Brasil