

Custo de capital de terceiros de empresas brasileiras emitentes de depositary receipts: uma análise dos seus efeitos em tempos de crise financeira internacional

Lisia de Melo Queiroz (UFU) - lisiaqueiroz@bol.com.br

Tabajara Pimenta Junior (USP) - taba.jr@usp.br

Resumo:

O custo de capital de terceiros (K_i) é um importante componente do custo de capital total da empresa, o qual é importante, pois determina a aceitação, ou não, de projetos de investimentos que visam um maior valor da empresa e sua perpetuação no mercado. Conforme a literatura existente o custo de capital de terceiros pode ser reduzido com a dupla listagem internacional. Supostamente é uma estratégia que também pode minimizar os efeitos de uma crise financeira internacional em relação às outras empresas com apenas listagem doméstica de suas ações. Este estudo buscou analisar se esta suposição é válida para companhias brasileiras, no contexto da crise de 2008. Os efeitos da crise sobre o custo de capital de terceiros foram comparados com as empresas com e sem dupla listagem. As análises foram feitas para as periodicidades trimestral e anual das séries históricas, que abrangem os anos de 2003 a 2013. Os resultados mostraram que o custo de capital de terceiros na periodicidade trimestral não há diferença significativa ao longo da crise financeira internacional. Já na periodicidade anual há diferença significativa para os períodos antes e pós-crise financeira. Não foram encontrados estudos dos efeitos do custo de capital em tempos de crise financeira internacional. As principais conclusões do estudo são: (i) a crise afetou de forma semelhante os dois tipos de empresas; e (ii) a dupla listagem não minimizou seus efeitos.

Palavras-chave: *Custo de Capital de Terceiros. Dupla Listagem. Crise Financeira Internacional.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Custo de capital de terceiros de empresas brasileiras emittentes de *depository receipts*: uma análise dos seus efeitos em tempos de crise financeira internacional

Resumo

O custo de capital de terceiros (K_i) é um importante componente do custo de capital total da empresa, o qual é importante, pois determina a aceitação, ou não, de projetos de investimentos que visam um maior valor da empresa e sua perpetuação no mercado. Conforme a literatura existente o custo de capital de terceiros pode ser reduzido com a dupla listagem internacional. Supostamente é uma estratégia que também pode minimizar os efeitos de uma crise financeira internacional em relação às outras empresas com apenas listagem doméstica de suas ações. Este estudo buscou analisar se esta suposição é válida para companhias brasileiras, no contexto da crise de 2008. Os efeitos da crise sobre o custo de capital de terceiros foram comparados com as empresas com e sem dupla listagem. As análises foram feitas para as periodicidades trimestral e anual das séries históricas, que abrangem os anos de 2003 a 2013. Os resultados mostraram que o custo de capital de terceiros na periodicidade trimestral não há diferença significativa ao longo da crise financeira internacional. Já na periodicidade anual há diferença significativa para os períodos antes e pós-crise financeira. Não foram encontrados estudos dos efeitos do custo de capital em tempos de crise financeira internacional. As principais conclusões do estudo são: (i) a crise afetou de forma semelhante os dois tipos de empresas; e (ii) a dupla listagem não minimizou seus efeitos.

Palavras-chave: Custo de Capital de Terceiros. Dupla Listagem. Crise Financeira Internacional.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

1 Introdução

O custo de capital de terceiros (K_i), o qual demonstra a remuneração paga aos credores, é um importante componente do custo de capital total da empresa. A busca por um custo de capital menor deve ser meta da organização, pois dele depende a aceitação ou rejeição de projetos de investimentos. Isto pode dar subsídios para vencer momentos de dificuldades vividas pelas empresas, ou seja, sustentar a sua continuidade, inclusive em momentos de crise financeira.

Para as empresas uma estratégia diferenciadora que pode minimizar os efeitos negativos de uma crise é a dupla listagem internacional das suas ações. Para Karolyi (2012) a dupla listagem internacional é geralmente uma escolha estratégica feita por uma empresa para listar secundariamente as negociações de suas ações, que além da bolsa de valores local tem, também, um novo mercado no exterior.

Muitos estudos revelam que a dupla listagem internacional favorece a redução do custo de capital da empresa. (PAGANO, ROELL E ZECHNER, 2002; ZHANG E KING, 2010; KEDIA E PANCHAPAGESAN, 2011; FOERSTER E KAROLYI, 1999; ERRUNZA E MILLER, 2000; HAIL E LEUZ; 2009). Chau (2010) argumenta que o financiamento no exterior possivelmente mais barato ou mais facilmente disponível, mesmo que a empresa não tem necessidade de financiar novos investimentos, a dupla listagem reforça a posição

competitiva da empresa em seu setor, aumenta o seu valor de mercado, e melhora o seu prestígio com os fornecedores, funcionários e clientes.

Diante do exposto, a pergunta norteadora deste estudo é: A dupla listagem internacional fez com que os impactos da crise financeira de 2008 sobre o custo de capital das empresas fossem compatíveis com os previstos na literatura e fossem diferentes daqueles sofridos pelas empresas domésticas? O objetivo geral neste trabalho é analisar se a dupla listagem pode minimizar os efeitos gerados pela crise financeira de 2008 sobre o custo de capital de terceiros de empresas listadas. Visando cumprir este objetivo geral foram elencados os seguintes objetivos específicos:

- Verificar a variação no custo de capital das empresas com ações duplamente listadas com a ocorrência da crise;
- Comparar estes resultados com as empresas concorrentes domésticos antes e após a crise financeira internacional.

Este estudo se justifica devido à carência de estudos que visam compreender os efeitos de uma crise financeira mundial no custo de capital de terceiros das empresas, tanto nas empresas duplamente listadas como nas empresas estritamente domésticas.

2 Revisão da literatura

Os aspectos teóricos que fundamentam esta pesquisa são tratados nesta seção, compreendendo a importância do K_i , a globalização financeira e a dupla listagem, a dupla listagem e o K_i , e por fim, as crises financeiras internacionais explanam a temática estudada.

2.1 A importância do Custo de Capital de Terceiros (K_i)

No ambiente das finanças corporativas existem três decisões fundamentais que norteiam a gestão das empresas: ‘Como investir?’ (decisões de investimento); ‘Como se financiar?’ (decisões de financiamento); e, ‘Como distribuir resultados?’ (decisões de dividendos). A seleção de projetos de investimento com retornos satisfatórios ao grau de risco apresentado pela empresa, atrelada à escolha de reter ou distribuir dividendos, e aliado à busca por fontes de financiamentos para subsidiar estes investimentos, levam ao sucesso e à continuidade no ramo de atuação. Destaca-se que a captação de recursos financeiros, os de longo prazo principalmente, é um fator essencial para a dinâmica do negócio, e que pode ser por meio de recursos próprios (patrimônio líquido) ou de terceiros (passivo exigível).

Ross, Westerfield e Jaffe (2011) esclarecem que as escolhas da composição do capital de terceiros e capital próprio são decisões a respeito da estrutura de capital de uma empresa. Já Jensen e Meckling (1976) utilizam o termo “estrutura de propriedade” em vez de “estrutura de capital” para salientar o fato de que as variáveis cruciais a serem definidas não se referem apenas às quantias relativas de capital de terceiros e de capital próprio, mas também das parcelas de capital próprio detidas pelo administrador.

Estas fontes geram um custo para a empresa: custo de capital de terceiros (K_i) e custo de capital próprio (K_e), os quais quando combinados com a participação proporcional de cada uma das fontes no investimento total gera o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

O WACC é utilizado como taxa de desconto para analisar a viabilidade de todos os projetos de investimento da empresa que possuir um fluxo de caixa futuro. Myers (1974) desenvolveu o Ajuste a Valor Presente (*Adjusted Present Value* – APV), onde a escolha natural é aceitar um projeto se o seu APV for positivo. Nota-se que a aceitação de um projeto de investimento estará ligada ao custo de capital total da empresa que é atrelado à estrutura de

capital, ou seja, do custo ponderado das fontes de financiamento da empresa. Outro ponto importante é que como os projetos de investimentos só são aceitos se o APV for positivo, a somatória de todos gera resultados que criam valor econômico para a empresa. Damodaran (2007) considera que ao se investir em projetos com um excedente criado, ou seja, um APV (ou Valor Presente Líquido - VPL) positivo aumentará o valor da empresa, enquanto se investir em projetos com VPL negativo reduzirá o seu valor. O autor considera que o Valor Econômico Agregado (VEA) é uma extensão simples da regra de VPL. O VPL de um projeto é o valor presente do VEA por esse projeto no seu ciclo de vida. Como todos os projetos são descontados a uma taxa que é o custo de capital (WACC) da empresa, se este for menor viabilizará mais projetos e também refletirá em maior valor para a empresa. Assim, a diminuição do WACC deve ser uma meta importante dentro das empresas.

Este estudo foca no K_i como uma peça importante no custo de capital total da companhia, representando a remuneração que é paga aos credores. Ressalta-se também, que é importante os gestores buscar um custo de capital menor como uma meta, por ajudar a vencer momentos de dificuldades vividas pelas empresas.

2.2 A globalização financeira e a dupla listagem

Vista como um fenômeno amplo a globalização financeira envolve a globalização dos mercados, e está associado à queda das barreiras entre os países que foram diminuindo aos poucos, e até desaparecendo em alguns casos, com o passar dos anos, no mundo todo, demonstrando o rompimento dos obstáculos para liberalização dos mercados com a abertura das fronteiras. Neste sentido, Mirandola (2010) diz que o fenômeno da globalização financeira é um conjunto de transformações na organização da economia mundial em que a propriedade de ativos financeiros não mais segue uma lógica territorial.

Em consonância, Strange (1996) sugeriu que a internacionalização da economia mundial desafia o sistema estatal territorial tradicional: a integração progressiva da economia mundial, por meio da produção internacional, mudou o equilíbrio de poder dos Estados, em direção ao mercado mundial. Para a autora há uma erosão no Estado e os mercados mundiais estão cada vez mais integrados e criaram um espaço sem fronteiras, um não-território na economia mundial que co-existe com as economias nacionais. Nota-se que a globalização foi proporcionada por dois fatores, as mudanças tecnológicas e a mobilidade acelerada do capital.

Os autores convergem na queda das barreiras, com a interligação entre os mercados ou unificação num mercado global, facilitada pela ampliação da tecnologia da informação. Isto proporciona um aumento do fluxo de capitais internacionais entre os países. Assim, os investidores podem buscar novas oportunidades em diversos mercados, como alternativas de capitalização ou mesmo de negociação de suas ações em bolsas locais como também em bolsas de valores de outros países, buscando subsídios para se sustentar e manter-se competitivas com a expansão dos seus negócios no âmbito internacional. Nota-se que a globalização financeira impulsiona diversos usuários do mercado de capitais a buscarem melhores oportunidades de negócios.

Uma estratégia diferenciadora utilizada por grandes empresas no mercado de capitais, proporcionada pela globalização financeira, é a dupla listagem internacional de suas ações (conhecida no exterior como *cross-listing*, *dual-listing*, *international listing*, ou *inter-listing*). Dupla listagem é o termo usado para as empresas que emitem *depository receipts* (DR) em mercados internacionais, principalmente os *american depository receipts* (ADR) no mercado americano, que é o maior mercado mundial.

O ADR é um recibo negociável no mercado dos EUA que representa ações de uma empresa sediada em outro país, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011). Estes recibos são comercializados como qualquer outro valor mobiliário dos Estados Unidos (EUA), inclusive

são cotados e pagam dividendos em dólares americanos. Os ADR, emitidos em dólares, são usados por empresas estrangeiras para aumentar o contingente de investidores americanos desde 1927. Ele possibilita às empresas estrangeiras terem acesso ao capital global, ampliar sua base acionária e aumentar a sua visibilidade, redução do custo de capital, dentre outros benefícios, visando aproveitar as oportunidades geradas pela globalização financeira.

Coffee (2002) destaca a evolução dos mercados internacionais de valores mobiliários, com um foco especial sobre a ascensão e crescimento do fenômeno da dupla listagem internacional. Em complementação, Stulz (1999) informa que com a queda das barreiras, os investidores podem comprar papéis de empresas de muitos países estrangeiros e praticamente sem restrições. As grandes corporações podem levantar fundos em diferentes mercados financeiros em todo o mundo, às vezes em ofertas simultâneas em mercados internos e externos. Com isto, as empresas são consideradas globalizadas ou internacionais. Elas são globalizadas tanto pela via comercial, pois negociam seus produtos internacionalmente, como pela via das operações financeiras, pois utilizam de captação de recursos financeiros globais e usam de listagem internacional no lançamento de DR.

2.3 A dupla listagem e o K_i

Muitos estudos revelam que a dupla listagem internacional favorece a redução do custo de capital da empresa, pois pode-se captar recursos com taxas mais baixas. Chau (2010) argumenta que o financiamento no exterior possivelmente mais barato ou mais facilmente disponível, mesmo que a empresa não tem necessidade de financiar novos investimentos, a dupla listagem reforça a posição competitiva da empresa em seu setor, aumenta o seu valor de mercado, e melhora o seu prestígio com os fornecedores, funcionários e clientes.

Já Pagano, Röell e Zechner (2002) consideram que a dupla listagem internacional pode afetar o custo de capital, pois ao selecionar uma bolsa estrangeira bem regulamentada, uma empresa adere a altos padrões de governança corporativa e divulgação. E consideram que as Bolsas de Valores competem em atrair listagens por meio da concepção de um ambiente regulatório que é esperado para reduzir o custo de capital de suas empresas.

Zhang e King (2010) consideram que alargar a base de acionistas para os títulos de uma empresa pode levar a partilha de riscos e, portanto, um menor custo de capital. Fato que ocorre quando se lista DR em grandes bolsas de valores do mundo. Kedia e Panchapagesan (2011) ponderam que a listagem em uma importante bolsa de valores dos EUA reduz o custo de capital, pois decorre de um aumento na visibilidade e liquidez, e é mais valiosa quando a empresa está planejando atividades de levantamento de capital. Um menor custo de capital implica que a empresa será capaz de levantar capital, tanto por meio de dívidas como por meio de capital próprio (lançando novas ações), em uma taxa inferior após a referida listagem.

A diminuição do custo de capital também foi um fato compartilhado por Foerster e Karolyi (1999) que estudaram o efeito da dupla listagem em 153 ações de companhias canadenses, européias e asiáticas nas bolsas dos EUA no período de 1976 a 1992. Nesta obtiveram uma diminuição do custo de capital, a diminuição do risco de covariância, e ampliaram a base de investidores.

Errunza e Miller (2000) fizeram um estudo usando 126 empresas de mercados emergentes e desenvolvidos, compreendendo 32 países e documentaram evidências de declínio do custo de capital com o lançamento de ADR. Ressaltaram que historicamente, os ADR têm desempenhado um papel importante nas finanças globais. Desde a década de 1970, as empresas têm utilizado este veículo para escapar de um mercado doméstico pequeno, com sua limitada oportunidade de partilha de risco, levantar capital novo, ampliar a base de acionistas, facilitar as fusões e aquisições transfronteiriças e melhorar a imagem corporativa.

Hail e Leuz (2009) fizeram um estudo com 40.000 observações de empresas, de 1.097 listagens, de 45 países, no período de 1990 a 2005 com o intuito de verificar se a dupla listagem diminuiu o custo de capital das empresas. Os autores encontraram fortes evidências de que o lançamento de ADR em bolsas dos EUA reduziu significativamente o custo de capital, sendo uma redução média entre 70 e 120 pontos base. Esta redução do custo de capital foi maior para as empresas de países com fraca regulamentação na divulgação e proteção mais fraca contra favorecimento ilícito pelos *insiders* corporativos.

Pontos importantes sobre os efeitos da dupla listagem internacional foram citados por Stulz (1999). Empresas de países com padrões legais fracos podem garantir um menor custo de capital, submetendo-se a normas mais rígidas de regulamentação, *disclosure* e governança corporativa, aumentando a confiança do investidor, ampliando a base de acionistas e reduzindo assim o custo de financiamento externo com a dupla listagem. Esta redução no custo de financiamento externo resultante da melhoria da governança corporativa pode ser vista como uma diminuição do custo de capital no seguinte sentido: pode transformar projetos de valor reduzido que poderiam ter sido abandonados por causa do alto custo de financiamento deles, em projetos que agregam valor. Tendo uma base global de acionista significa ter um menor custo de capital e, conseqüentemente, um maior valor patrimonial.

Neste tópico foi ressaltada a importância dos efeitos da dupla listagem na redução do custo de capital, o qual está relacionado à estrutura de capital da empresa, a aceitação dos projetos de investimento, à geração de resultados e, principalmente, está diretamente relacionado com a criação de valor econômico na empresa. Por isto é tão importante que as empresas consigam reduzi-lo. Vários estudos demonstraram a sua importância, e demonstraram que a dupla listagem das ações possibilita esta redução. No próximo tópico é feita uma síntese sobre as crises financeiras internacionais

2.4 As crises financeiras internacionais

As crises financeiras internacionais abalam as relações econômicas mundiais. Estes grandes choques internacionais que acontecem ciclicamente afetam os países, as empresas, e a vida das pessoas. A regularidade destas crises é inerente ao funcionamento da economia capitalista. Schumpeter (1911) citava, no início do século passado, a destruição criativa como sendo a mola propulsora dos avanços em todas as esferas da sociedade. Segundo a visão do autor, não há progresso sem que haja o processo de destruição, causado pelas mudanças e solicitações de inovação pelo mercado.

Houve várias crises mundiais no último século e as relações entre os mercados mudaram muito durante todo este período. Ressalta-se que depois da ocorrência da Crise de 1929, a quebra da Bolsa de Valores de Nova York, conhecida como a grande depressão, o mundo enfrentou mais treze crises financeiras com reflexos globais, excluindo o período e os efeitos da segunda guerra mundial, que praticamente devastou o sistema financeiro internacional vigente na época.

Ressalta-se, que nas primeiras crises financeiras mundiais a difusão entre os países era mais lenta, devido principalmente aos escassos recursos tecnológicos existentes, porém nas últimas com a globalização, a propagação se tornou mais rápida e abrangente. A aliança entre a tecnologia da informação e a tecnologia de telecomunicações, associada com a diminuição das barreiras comerciais mundiais possibilita esta acelerada globalização.

Efeitos muito comuns gerados por crises financeiras internacionais são: aumento da inflação dos países atingidos; aumento de impostos; altos índices de desemprego; instabilidade macroeconômica; queda de preços nos mercados de capitais; ondas de pânico entre investidores; maior percepção de riscos no sistema financeiro; culminando em períodos de recessão.

As empresas, num mundo globalizado, estão mais expostas às perturbações advindas do mercado (crises financeiras, desequilíbrios econômicos, conflitos internacionais, contágio etc.), sendo afetadas mais rapidamente do que antigamente. Mas, ao mesmo tempo, as empresas parecem estar mais protegidas. Foerster e Karolyi (1993) salientam que a globalização dos negócios criou a necessidade de um mercado de capitais mais global e estabeleceu a competição entre os principais mercados de valores mobiliários de todo o mundo.

Importante salientar que em épocas de crises financeiras mundiais as empresas precisam utilizar estratégias que viabilizem a continuidade de seus negócios, implementando novos projetos, buscando diminuir o seu custo de capital e ampliar suas visibilidade no mercado, e de acordo com vários estudos já citados a dupla listagem internacional pode ser uma importante ferramenta.

3 Metodologia

O objetivo nessa pesquisa é o de analisar os efeitos que a dupla listagem internacional provoca sobre o custo de capital de terceiro das empresas, e compará-los com os resultados de seus concorrentes domésticos (empresas sem dupla listagem) em tempos de crise financeira mundial. O estudo foi feito considerando o contexto da crise financeira internacional de 2008. Esta pesquisa pode ser classificada como sendo aplicada, quantitativa, descritiva e ex-post facto, conforme exposto em Gil (2010) e Silva e Menezes (2005).

Buscou-se medir, nas Empresas Duplamente Listadas (EDL), o custo de capital das companhias em dois períodos de cinco anos: o primeiro inicia-se em 16/junho/2003 a 15/junho/2008 (esta última data marca a eclosão da crise, refletida no início da queda violenta do índice Ibovespa); o segundo de 16/junho/2008 a 15/junho/2013, período após a eclosão da crise. Assim, foram selecionadas as 37 (trinta e sete) empresas brasileiras que tinham negociações de DR durante todo este período. São elas: AESs Tiete, Ambev, Bombril, Bradesco, Braskem, BR Foods, Celesc, Cemig, Cesp, Copel, Cyrela, Eletrobras, Embraer, Fibria, Duke Energy, Gerdau, Iochpe Maxion, Itaú Unibanco, Klabin, Net, Oi, Pão-de-Açúcar, Paranapanema, Petrobras, Rossi, Sabesp, Saraiva, CSN, Suzano, Telefônica, Tim, Tractebel, Transpaulista, Ultrapar, Usiminas, Vale e Via Varejo.

Estas constituem a população de companhias abertas com negociações de DR na década considerada. Para analisar os efeitos da dupla listagem sobre o K_i das empresas em tempos de crise financeira, buscou-se responder à seguinte pergunta:

O custo de capital de terceiros das empresas com ações duplamente listadas sofreu alguma variação significativa com a ocorrência da crise financeira internacional?

As hipóteses relacionadas a esta pergunta são:

H_{0,1}: O custo de capital das empresas com ações duplamente listadas permaneceu inalterado ao longo da crise financeira internacional.

H_{1,1}: O custo de capital das empresas com ações duplamente listadas foi diferente após a crise financeira internacional.

Para avaliar as variações no K_i das empresas os dados foram retirados nas Demonstrações Contábeis das empresas pela Economática. A Despesa Financeira foi retirada da Demonstração do Resultado do Exercício e descontado o benefício fiscal, haja vista que o cálculo das despesas financeiras consideradas tem a dedução fiscal de 34% (já incluindo Imposto de Renda e Contribuição Social). Considera-se que as despesas financeiras são deduzidas do resultado para a apuração do Lucro Antes dos Impostos sobre a Renda (IR), conforme normas contábeis brasileiras. Assim sendo, estas despesas representam um

benefício fiscal para as empresas que as possuem. O Passivo Oneroso foi retirado do Balanço Patrimonial das empresas por meio da Economática, o qual é a somatória dos Empréstimos, Financiamentos e Debêntures de Curto e Longo Prazo. Para a periodicidade trimestral a média calculada foi realizada por meio do valor obtido com o trimestre anterior e o atual. Na periodicidade anual, como a despesa financeira se refere aos últimos 12 meses, a média calculada foi realizada por meio do valor obtido em cinco trimestres: final do período anterior, 1º trimestre, 2º trimestre, 3º trimestre, e trimestre atual. A Equação 1 mostra a formulação para o K_i de cada empresa.

Equação 1:

$$K_i = \frac{\text{Despesas Financeiras}_{Liq}}{\text{POCP}_{médio} + \text{POLP}_{médio}}$$

Onde:

Despesa Financeira Liq é a Despesa Financeira Líquida do IR;
 $POCP_{médio}$ é a média do Passivo Oneroso de Curto Prazo;
 $POLP_{médio}$ é a média Passivo Oneroso de Longo Prazo.

A Equação 1 demonstra a forma de cálculo do custo de capital de terceiros para avaliar as suas variações das duas séries (antes e depois) ao longo da crise financeira. As periodicidades a serem estudadas para fins de comparação são trimestral e anual.

Este estudo tem, também, o objetivo de analisar as diferenças dos efeitos da crise entre as empresas com ações duplamente listadas e as empresas com ações negociadas exclusivamente no mercado doméstico. O intuito foi responder à seguinte pergunta:

O impacto sofrido pelas empresas com dupla listagem internacional foi diferente daquele sofrido pelas empresas com apenas listagem doméstica?

As hipóteses relacionadas a esta pergunta são:

$H_{0,2}$: O impacto sofrido por ambos os tipos de empresas durante a crise foi o mesmo.

$H_{1,2}$: O impacto sofrido por ambos os tipos de empresas durante a crise foi diferente.

Para responder ao teste de hipóteses foi selecionado outro grupo de empresas formado por companhias concorrentes do primeiro grupo, que nunca tiveram DR negociadas ao longo do período do estudo e são utilizadas a mesma Equação já citada. Estas companhias, denominadas Empresas Domésticas (ED) são: AES Elpa, Ampla Energia, Banrisul, Brasmotor, Celpe, Celulose Irani, Cemar, Coelba, Coelce, Dimed, Duratex, Elektro, Energias Brasil, Even, Excelsior, Ferbasa, Habitasul, Ideiasnet, Inepar Tel, Jereissati, João Fortes, La Fonte Tel, Lojas Americanas, Mangels Industrial, Marcopolo, Melhor Sp, Natura, Nord Brasil, Panatlantica, Petrolífera Manguinhos, Randon Participações, Rede Energia, Sanepar, Sansuy, Tekno, Totvs, Unipar.

As ED foram selecionados por também negociarem suas ações na BM&FBovespa, pertencerem ao mesmo setor e ter o mesmo porte de empresas do primeiro grupo, com as devidas aproximações, caso necessário. Assim, mediu-se como se comportaram o indicador (custo de capital) das empresas dos dois grupos depois da eclosão da crise financeira de 2008. Comparou-se os resultados obtidos para as empresas duplamente listadas com os resultados obtidos para as empresas exclusivamente domésticas. A comparação dos resultados buscou avaliar se as empresas com dupla listagem internacional foram mais atingidas pela crise ou, ao contrário, ficaram mais imunes do que aquelas sem dupla listagem.

Foi aplicado o Teste de Normalidade de Kolmogorov-Smirnov (KS). Como o nível de significância (α) utilizado no estudo é de 5%, o resultado (significância estatística) do teste deve revelar um valor maior do que 0,05 para confirmar que as séries tenham distribuição normal. Uma vez detectada a não-normalidade das séries foi realizado, para todos os conjuntos de séries, em cada indicador e em cada periodicidade, o Teste de Wilcoxon, que é um teste não-paramétrico para médias de amostras emparelhadas.

4 Análise dos resultados

Este capítulo apresenta as análises dos resultados do estudo, buscando verificar se houve mudanças significativas no K_i das EDL e das ED depois da eclosão da crise financeira internacional de 2008, bem como analisar as diferenças encontradas.

4.1 Resultados das Empresas Duplamente Listadas

São apresentados e analisados neste tópico os resultados dos cálculos do K_i das EDL. Devido à incompletude dos dados Bradesco e Itaú Unibanco foram excluídos. A Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas das distribuições dos dados das EDL.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das EDL

Empresas	EDL	EDL
Nº de empresas	35	35
Periodicidade	Trimestral	Anual
Média	0,07	0,23
Mediana	0,03	0,11
Desvio padrão	0,32	0,80
Variância	0,10	0,64
Intervalo	8,07	18,88
Mínimo	-0,87	-0,30
Máximo	7,19	18,58
Soma	92,25	324,29
Contagem	1.400	1.400

Fonte: elaborada pelos autores

Destaca-se na Tabela 1 que 1.400 dados foram analisados para o indicador das EDL nas duas periodicidades. Os resultados do Teste de Wilcoxon para o K_i das EDL são apresentados na Tabela 2, a seguir.

Tabela 2 – Resultado do Teste de Wilcoxon para o K_i das EDL

Empresa	Trimestral	Anual	Empresa	Trimestral	Anual
GETI4	0,029	0,002	OIBR4	0,422	0,940
AMBV4	0,044	0,108	PCAR4	0,000	0,000
BOBR4	0,332	0,001	PMAM3	0,000	0,000
BRKM5	0,179	0,117	PETR4	0,030	0,001
BRFS3	0,079	0,002	RSID3	0,044	0,000
CLSC4	0,001	0,000	SBSP3	0,737	0,191
CMIG4	0,000	0,000	SLED4	0,002	0,002
CESP5	0,021	0,001	CSNA3	0,126	0,001
CPL6	0,654	0,433	SUZB5	0,052	0,008
CYRE3	0,000	0,000	VIVT4	0,002	0,000
ELET6	0,010	0,000	TIMP3	0,107	0,135
EMBR3	0,881	0,156	TBLE3	1,000	0,538
FIBR3	0,167	0,009	TRPL4	0,000	0,000
GEPA4	0,588	0,191	UGPA3	0,028	0,117
GGBR4	0,765	0,135	USIM5	0,627	0,232
MYPK3	0,004	0,000	VALE5	0,093	0,002
KLBN4	0,911	0,627	VVAR3	0,550	0,526
NETC4	0,852	0,313			

Fonte: elaborada pelos autores

Observa-se na Tabela 2 que na periodicidade trimestral, a maioria das empresas, num total de 19, não mostra diferença significativa entre o 1º e o 2º período de dados, não rejeitando-se, com isto, a hipótese nula. Na periodicidade anual a maioria das empresas, num total de 20, há diferença significativa entre os dois períodos de dados, rejeitando-se assim a hipótese nula. Percebe-se resultados opostos apresentados para o K_i entre as periodicidades trimestral e anual das empresas duplamente listadas.

4.2 Resultados das Empresas Domésticas

Os resultados dos cálculos do K_i das empresas domésticas são apresentados e analisados neste tópico. Algumas empresas foram excluídas devido à incompletude dos dados nas séries históricas. A Tabela 3 mostra as estatísticas descritivas das distribuições dos dados das ED.

Tabela 3 – Resultado da Estatística Descritiva das Empresas Domésticas

Empresas	ED	ED
Nº de empresas	32	33
Periodicidade	Trimestral	Anual
Média	0,14	0,47
Mediana	0,03	0,15
Desvio padrão	0,79	1,70
Variância	0,63	2,90
Intervalo	12,47	20,95
Mínimo	-0,54	-0,24
Máximo	11,94	20,72
Soma	91,32	308,18
Contagem	640	660

Fonte: elaborada pelos autores

A Tabela 3 mostra que 640 e 660 dados foram analisados para o K_i trimestral e anual, respectivamente, das empresas domésticas, além de outros dados de estatística descritiva. O Teste de Wilcoxon foi utilizado para todos os conjuntos de séries, em todas as periodicidades. A Tabela 4 mostra os resultados do Teste de Wilcoxon para o K_i das empresas domésticas.

Tabela 4 – Resultado do Teste de Wilcoxon para o K_i das ED

Empresa	Trimestral	Anual	Empresa	Trimestral	Anual
AELP3	0,005	0,005	JFEN3	0,005	0,005
CBEE3	0,241	0,005	LFEE4	0,074	0,005
CEPE5	0,028	0,005	LAME4	0,445	0,445
RANI3	0,721	0,022	MGEL4	0,285	0,009
ENMA3B	0,285	0,139	POMO4	0,241	0,007
CEEB3	0,093	0,005	MSPA3	0,721	0,028
COCE5	0,047	0,005	NATU3	0,508	0,721
PNVL3	0,005	0,005	PATI4	0,508	0,153
DTEX3	0,114	0,005	RPMG3	0,013	0,007
EKTR4	0,005	0,005	RAPT4	0,445	0,013
ENBR3	0,646	0,093	REDE4	0,028	0,093

EVEN3	0,005	0,005	SAPR4	0,037	0,047
BAUH4	0,445	0,203	SNSY5	0,059	0,005
FESA4	-	0,005	TKNO4	0,575	0,203
HBTS5	0,074	0,114	TOTS3	0,005	0,005
IDNT3	0,241	0,169	UNIP6	0,386	0,013
MLFT4	0,013	0,005			

Fonte: elaborada pelos autores

Observa-se na Tabela 4 que na periodicidade trimestral do K_i a maioria das empresas, num total de 20, não revela diferenças significativas entre o 1º e o 2º períodos, não se rejeitando com isto a hipótese nula. Na periodicidade anual, a maioria das empresas, num total de 23, mostra uma diferença significativa entre os dois períodos de dados, o que permite rejeitar a hipótese nula. Nota-se, também para as empresas domésticas, os resultados opostos apresentados para o K_i entre as periodicidades trimestral e anual.

4.3 Resultados Comparativos

Neste tópico são apresentados os resultados comparativos para os dois grupos de empresas: as duplamente listadas e as empresas domésticas. No Quadro 1, a seguir, verificam-se os resultados do teste de hipóteses para o K_i das empresas.

Quadro 1 – Resultados do Teste de Hipóteses para o K_i das ED

Indicador	Tipo de Empresas	Não Rejeita H_0	Rejeita H_0	Nº Empresas
K_i Trimestral	Duplamente Listadas	19	16	35
	Domésticas	20	12	32
K_i Anual	Duplamente Listadas	15	20	35
	Domésticas	10	23	33

Fonte: elaborado pelos autores

Verificam-se os resultados divergentes apresentados para o K_i no Quadro 1 entre as periodicidades, mas convergentes entre os tipos de empresas. Na periodicidade trimestral não há diferença significativa entre os dois períodos, ou seja, o K_i dos dois tipos de empresas permaneceu inalterado ao longo da crise. Porém, para a periodicidade anual do K_i dos dois tipos de empresas há uma diferença significativa entre o 1º e o 2º período de dados. Assim, pode-se afirmar que o K_i dos dois tipos de empresas, no mercado doméstico, se comportaram de maneira semelhante ao longo da crise financeira de 2008.

5 Conclusões e considerações finais

As organizações buscam estratégias para minimizar a remuneração paga aos credores do capital, conhecido por K_i , componente importante do custo de capital total da empresa. A aceitação ou rejeição de projetos de investimentos depende dele. Isto pode dar subsídios para vencer momentos de dificuldades vividas pelas empresas, ou seja, sustentar a sua continuidade, inclusive em momentos de crise financeira.

A dupla listagem internacional é vista como uma estratégia diferenciadora que pode minimizar os efeitos negativos de uma crise financeira. Para Karolyi (2012) a dupla listagem

internacional é geralmente uma escolha estratégica feita por uma empresa para listar secundariamente as negociações de suas ações, que além da bolsa de valores local tem, também, um novo mercado no exterior.

A literatura existente lista vários benefícios para a dupla listagem internacional, incluindo a redução no custo de capital, como visto nos estudos de: Pagano, Roell e Zechner (2002); Zhang e King (2010); Kedia e Panchapagesan (2011); Foerster e Karolyi (1999); Errunza e Miller (2000); Hail e Leuz (2009); Chau (2010); Stulz (1999); tendo-a como uma estratégia diferenciadora para as empresas.

As crises financeiras mundiais, fato cíclico na economia mundial, abalam as economias dos países, com graves reflexos nas empresas e na vida das pessoas. Com a globalização, a propagação das crises se tornou mais rápida e abrangente. As empresas, num mundo globalizado, estão mais expostas às perturbações advindas do mercado, sendo afetadas mais rapidamente do que antigamente. Mas, ao mesmo tempo, as empresas parecem estar mais protegidas.

O objetivo desta pesquisa foi o de analisar se a dupla listagem pode minimizar os efeitos gerados pela crise financeira de 2008 sobre o custo de capital de empresas listadas. Os resultados foram comparados com os sofridos pelas empresas domésticas, sem dupla listagem.

O primeiro objetivo específico foi detectar a ocorrência de variação no custo de capital de terceiros de empresas com programas de DR ao longo da crise financeira internacional. O teste de hipótese avaliou H_0 que consistia em verificar se o K_i permaneceu inalterado ao longo da crise. Os resultados foram ambíguos para ambas as periodicidades trimestral e anual. Enquanto o K_i trimestral permaneceu inalterado ao longo da crise financeira na maioria das empresas, o K_i anual foi diferente após a crise financeira internacional. Não foram encontradas evidências sobre os motivos para esta divergência. Apesar dos vários estudos citados no tópico 2.3, os quais alegam que a dupla listagem normalmente diminui o custo de capital, não foi encontrado nenhum estudo sobre os seus efeitos em tempos de crise financeira mundial.

O segundo, e último, objetivo específico buscava comparar se os efeitos da crise financeira internacional nas empresas emissoras de DR foram diferentes do que ocorreu nas suas concorrentes com listagem doméstica. O intuito foi testar se o impacto sofrido por ambas as empresas foi o mesmo ou se foi diferente em relação ao K_i . Os resultados mostram que as variações sofridas, ou não, entre os períodos pré e pós-crise por ambos os tipos de empresas (domésticas e com dupla listagem) foram similares entre os tipos de empresas e diferentes entre as periodicidades consideradas para os dados.

Foi utilizado mais de uma periodicidade para o K_i , o propósito foi verificar se houve alguma divergência entre as periodicidades da variável, sem, contudo, buscar possíveis explicações para as diferenças apresentadas. Ressalta-se que em todos os estudos encontrados não houve a utilização de mais de uma periodicidade para o indicador testado.

Os resultados obtidos neste estudo sugerem que, na ocorrência de uma crise financeira internacional, e na maioria das empresas duplamente listadas o custo de capital de terceiros não apresentou diferenças significativas ao longo da crise financeira quando comparados com as empresas domésticas. Ou seja, a dupla listagem parece não fazer diferença. A dupla listagem internacional não minimizou os efeitos da crise financeira internacional de 2008 sobre o K_i das companhias que dela fizeram uso quando comparado com os efeitos causados sobre as ações das empresas estritamente domésticas.

Destaca-se que, de acordo com a revisão realizada, não foram encontrados estudos que investigaram os fenômenos ocorridos com o custo de capital de terceiros associados à Dupla Listagem em períodos de crises financeiras internacionais. Bin, Blenman e Chen (2004) afirmam que apesar do rápido crescimento do mercado de ADR durante a última década, com

crises ocorrendo periodicamente, estudos empíricos sobre os efeitos de crises nos investimentos em ADR permanecem relativamente poucos e inconclusivos.

As duas conclusões principais do estudo são: (i) a crise afetou de forma semelhante as ações dos dois grupos de empresas, as duplamente listadas e as domésticas; e (ii) a dupla listagem não minimizou os efeitos da crise, ou seja, as empresas duplamente listadas não ficaram mais protegidas durante a crise financeira de 2008 do que suas concorrentes domésticas.

Em trabalhos futuros sugere-se a comparação dos impactos de uma crise financeira internacional no custo de capital de terceiros das empresas brasileiras duplamente listadas com os impactos causados em empresas duplamente listadas de outros países.

Referências

BIN, Feng-Shun; BLENMAN, Lloyd P.; CHEN, Dar-Hsin. Valuation impact of currency crises: Evidence from the ADR market Original Research Article. **International Review of Financial Analysis**, v. 13, n. 4, pp. 411-432, 2004.

CHAU, D. H. **Valuation differences between foreign firms and comparable U.S. firms with listing in the U.S. stock exchange**. 2010. 51 p. Master of Science in finance – University of Neuchatel – Switzerland, 2010.

COFFEE, John C. Racing Towards the top?: the impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. **Columbia Law Review**, v. 102, n. 7, p. 1757-1831, nov. 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. Tradução Sônia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim. Revisão técnica Mara Luquet. 2^a ed. São Paulo: Pearson, 2007.

ERRUNZA, V. R.; MILLER, D. P. Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 35, n. 4, p. 577-600, 2000.

FOERSTER, S. R.; KAROLYI, G. A. International listings of stocks: The case of Canada and the U.S. **Journal of International Business Studies**, v. 24, n. 4, p. 763-784, 1993.

_____. The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 981-1013, 1999.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5^a ed. São Paulo: Atlas, 2010. 184 p.

HAIL, L.; LEUZ, C. Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross listings. **Journal of Financial Economics**, v. 93, p. 428-454, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KAROLYI, G. A. Corporate governance, agency problems and international cross-listings: A defense of the bonding hypothesis. **Emerging Markets Review**, v. 13, p. 516-547, 2012.

KEDIA, S.; PANCHAPAGESAN, V. Why do only some Nasdaq firms switch to the NYSE? Evidence from corporate transactions. **Journal of Financial Markets**, v. 14, p. 109-126, 2011.

MIRANDOLA, C. M. S. **Globalização Financeira e Integração de Mercados Financeiros Nacionais**. 2010. 211 p. Tese de Doutorado – FD/USP - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

MYERS, Stewart C. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions-Implications for Capital Budgeting. **The Journal of Finance**, v. 29, n. 1. p. 1-25, mar. 1974.

PAGANO, Marco; RÖELL, Ailsa A.; ZECHNER, Josef. The Geography of Equity Listing: Why do Companies List Abroad? **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2651-2694, 2002.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração Financeira: Corporate Finance**. Tradução: Antônio Zoratto Sanvicente. 2ª ed. 11ª Reimpr. São Paulo: Atlas, 2011. 776 p.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung**. 1911.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 4ª ed. Florianópolis: UFSC, 2005. 138 p.

STRANGE, Susan. **The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy**. Cambridge: University Press, 1996. 218 p.

STULZ, René M. Globalization of equity markets and the cost of capital. NBER . **Working Paper** 7021, March, 1999.

ZHANG, C. X.; KING, T. D. The decision to list abroad: The case of ADRs and foreign IPOs by Chinese companies. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 20, p.71, 2010.