UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

JOÃO EDUARDO PENARIOL

Dividendos, propriedade e governança corporativa: evidências no mercado brasileiro

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

RIBEIRÃO PRETO

2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Amaury José Rezende
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

JOÃO EDUARDO PENARIOL

Dividendos, propriedade e governança corporativa: evidências no mercado brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

RIBEIRÃO PRETO

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Penariol, João Eduardo

Dividendos, propriedade e governança corporativa: evidências do mercado brasileiro

Ribeirão Preto, 2018.

71 p.

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão/USP.

Área de conhecimento: Finanças.

Orientador: Ambrozini, Marcelo Augusto.

1. Dividendos; 2. Teoria de Agência; 3. Governança Corporativa.

PENARIOL, João Eduardo

Dividendos, propriedade e governança corporativa: evidências no mercado brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Dedico esse trabalho à minha namorada Ariéli.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela vida, proteção e orientação. Agradeço também aos meus pais Onivaldo e Leonice e minha irmã Michele pela educação, carinho e cuidados que foram fundamentais para o meu desenvolvimento.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Marcelo Ambrozini, por ter me aceitado como orientado, por ter paciência com minhas falhas, por ser tão prestativo e atencioso e por ser uma referência como professor para minha vida acadêmica.

Agradeço à minha namorada Ariéli pelo amor e carinho, que, entre outras coisas, contribuíram imensamente com minha aplicação aos estudos. Ainda agradeço pela compreensão e apoio durante o curso de mestrado. Igualmente, agradeço ao meu sogro Sergio e minha sogra Edilene pelo apoio e exemplo de vida.

Agradeço ao meu amigo, irmão e sócio João César, pelas conversas, conselhos e pela indicação do curso de MBA da Fundace, o qual fizemos juntos e que me abriu as portas para esse curso de mestrado.

Agradeço a todos os meus professores do curso de administração de empresas do Centro Universitário Padre Albino de Catanduva. Em especial, agradeço ao Prof. André Luiz Franco, pela orientação no trabalho de conclusão de curso. Também agradeço aos professores André, Marcos e Nilson pelas disciplinas de finanças, custos e estatística, as quais me despertaram o interesse pelo estudo, ensino e pesquisa.

Agradeço a todos os alunos da Turma de 2016 do Mestrado em Controladoria e Contabilidade. Em especial, aos amigos João Paulo, Tatiane e Vinícius.

Agradeço também aos professores do programa de Mestrado em Controladoria e Contabilidade e aos colaboradores da FEA-RP/USP que mantêm essa entidade tão importante.

RESUMO

PENARIOL, João Eduardo. **Dividendos, propriedade e governança corporativa: evidências no mercado brasileiro**. 2018. 71 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

A política de dividendos é um tema amplamente pesquisado no Brasil e no mundo ao longo de várias décadas. Consequentemente, inúmeras teorias foram desenvolvidas para explicar esse assunto. Contudo, recentemente, o arcabouço da Teoria de Agência tem proporcionado novas descobertas sobre os fatores que influenciam as políticas de dividendos das empresas. Especificamente, foram propostas teorias que sugerem que os dividendos refletem boas práticas de governança corporativa, tornando a distribuição de proventos um complemento à proteção legal do acionista. Em contrapartida, em um ambiente com proteção mais fraca e regras menos rígidas de governança, a distribuição de dividendos atua de maneira substituta à essa carência de proteção. No Brasil, devido às características legais mais frágeis quando comparada com mercados como o Norte Americano e do Reino Unido, seria esperado uma situação na qual os dividendos fossem substitutos à proteção oferecida pelos padrões de governança. Entretanto, pesquisas relacionadas à América Latina, aos mercados emergentes e, mais especificamente, ao mercado brasileiro, têm apontado para situações diferentes do que é apontado pela teoria, mas não de maneira unânime. Além disso, considerando o ambiente institucional brasileiro, de elevada concentração de propriedade, estudos anteriores não conseguiram determinar de que forma esse fenômeno influencia a política de dividendos das companhias. Assim, para contribuir com essa discussão, este trabalho investiga conjuntamente como a governança corporativa e a concentração de propriedade afetam as políticas de dividendos das empresas brasileiras. Esta pesquisa abrangeu 171 empresas no período de 2008 a 2017. De maneira inédita, foi utilizada como variável dependente o valor total dos dividendos dividido pelo patrimônio líquido. Os resultados das estimações por efeitos fixos com erros-padrão robustos por empresas mostraram uma relação positiva entre as *proxys* para governança corporativa e concentração de propriedade com a distribuição de dividendos. Como contribuições adicionais, foi mostrado que os resultados da estimação com a variável dependente dividendos pelo patrimônio líquido são melhores que os resultados da estimação com a variável dependente *payout*. Também foi identificado que a propriedade dispersa e altamente concentrada afetam positivamente e de maneira mais intensa a distribuição de dividendos, em comparação com outros níveis de propriedade do maior acionista.

PALAVRAS CHAVE: Dividendos, Teoria de Agência, Governança Corporativa.

ABSTRACT

PENARIOL, João Eduardo. *Dividends, ownership and corporate governance: evidences in the Brazilian market*. 2018. 71 p. Dissertation (master's degree) - Faculty of Economics, Administration and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

The dividend policy is a widely researched topic in Brazil and the world over several decades. Consequently, numerous theories have been developed to explain this subject. However, recently, the Agency Theory framework has provided new insights into the factors that influence corporate dividend policies. Specifically, theories have been proposed that suggest that dividends reflect good corporate governance practices, making the distribution of proceeds a complement to shareholder legal protection. On the other hand, in an environment with weaker protection and less rigid rules of governance, the distribution of dividends acts in a substitute way to this lack of protection. In Brazil, due to the more fragile legal characteristics when compared to markets such as the United States and the United Kingdom, a situation in which dividends would be a substitute for the protection offered by governance standards would be expected. However, research related to Latin America, emerging markets and, more specifically, the Brazilian market, have pointed to different situations than is pointed out by theory, but not unanimously. Moreover, considering the Brazilian institutional environment, with a high concentration of ownership, previous studies have not been able to determine how this phenomenon influences the companies' dividend policy. Thus, to contribute to this discussion, this work investigates jointly how corporate governance and concentration of ownership affect the dividend policies of Brazilian companies. This survey covered 171 companies in the period from 2008 to 2017. In an unprecedented way, the total amount of dividends divided by shareholders' equity was used as the dependent variable. The results of fixed-effect estimate with robust standard errors by companies showed a positive relationship between the proxies for corporate governance and concentration of ownership with the distribution of dividends. As additional contributions, it was shown that the results of the estimation with the dependent variable dividends by the equity are better than the results of the estimation with the dependent variable payout. It has also been identified that dispersed and highly concentrated ownership positively and more sharply affect the distribution of dividends as compared to other ownership levels of the largest shareholder.

KEY WORDS: *Dividends, Agency Theory, Corporate Governance.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Identificação de <i>outliers</i>	43
Tabela 2 – Observações por segmento de listagem.....	46
Tabela 3 – Estatísticas descritivas	48
Tabela 4 – Distribuição de dividendos	49
Tabela 5 – Percentual de ações possuído pelo maior acionista	49
Tabela 6 – Teste Shapiro-Francia.....	50
Tabela 7 – Matriz de correlação	51
Tabela 8 – Estatística VIF	51
Tabela 9 – Teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg	52
Tabela 10 – Teste de White	52
Tabela 11 – Teste estatístico para escolha da estimação (Div.PL).....	54
Tabela 12 – Resultados das regressões (Div.PL)	55
Tabela 13 – Teste estatístico para escolha da estimação (<i>Payout</i>)	59
Tabela 14 – Resultados das regressões (<i>Payout</i>).....	60
Tabela 15 – Resultados das regressões (Div.PL) com transformação da variável <i>Acio</i>	63

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais resultados sobre os dividendos no mundo	31
Quadro 2 – Principais resultados sobre os dividendos no Brasil.....	35
Quadro 3 – Seguimentos especiais de listagem da B3	38
Quadro 4 – Variáveis dependentes para dividendos.....	44
Quadro 5 – Variáveis utilizadas.....	46

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Relação entre os dividendos e a concentração de propriedade	61
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relação entre os dividendos e a concentração de propriedade no Brasil	62
---	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	13
2. REVISÃO DA LITERATURA	18
2.1. Primeiras teorias sobre os dividendos.....	18
2.2. Dividendos, propriedade e governança corporativa no mundo	21
2.3. Dividendos e a legislação brasileira.....	31
3. METODOLOGIA.....	41
3.1. Dados utilizados na pesquisa	41
3.2. Construção das variáveis	43
3.3. Modelos de regressão.....	47
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	48
4.1. Estatísticas descritivas e validação dos pressupostos estatísticos.....	48
4.2. Resultados econométricos.....	53
5. CONCLUSÃO.....	65
REFERÊNCIAS	67

1. INTRODUÇÃO

Os dividendos representam a parcela do lucro líquido das empresas que é distribuída aos seus acionistas, proporcionalmente à sua participação no capital social. Em finanças corporativas as palavras *dividend payout* e *dividend yield* representam o percentual de lucro líquido distribuído aos acionistas e o dividendo dividido pelo valor de mercado da ação, respectivamente. Já a política de dividendos representa a maneira de escolher como distribuir esses recursos disponíveis, considerando os interesses dos acionistas e gestores da organização. Os dividendos são importantes, e isso pode ser observado conforme a evolução das pesquisas sobre esse assunto. Afinal, os principais estudos que alavancaram esse tema foram publicados nas décadas de 50 e 60 (LINTNER, 1956; MILLER e MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1963), e esse assunto atualmente perdura como um dos principais tópicos da literatura financeira (GIRIATI, 2016) e do *mainstream* (ONALI, 2016).

Apesar das inúmeras teorias desenvolvidas para explicar as questões sobre os dividendos, recentemente, a Teoria de Agência tem sido extensivamente examinada na literatura sobre assunto e recebido provas empíricas que a suporte (JIRAPORN, KIM e KIM, 2011). Nesse contexto, algumas teorias serviram de arcabouço para as novas pesquisas sobre os dividendos (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Por exemplo, de acordo com a Teoria de Agência de Jensen (1986) os conflitos de interesse entre acionistas e administradores com relação às políticas de pagamento são especialmente severos quando a organização gera um substancial fluxo de caixa livre.

Contudo, os conflitos de interesse podem não existir apenas na relação entre acionistas e gestores. Estudos anteriores mostraram que em ambientes onde existe uma elevada concentração acionária, o relacionamento entre os acionistas minoritários e majoritários pode ser repleto de interesses conflitantes com relação ao fluxo de caixa livre, tanto quanto no relacionamento entre gestores e acionistas comuns (ANG, COLE e LIN, 2000; HARADA e NGUYEN, 2011; CHANG, KANG e LI, 2016). Alguns países que possuem como características a concentração de propriedade são, por exemplo: Brasil (HOLANDA e COELHO, 2012; CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016); Canadá (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010); e Índia (LAHIRI, 2018).

Além do fator de conflitos de interesses, seja entre acionistas-gestores ou majoritários-minoritários, a governança corporativa também pode influenciar as políticas de pagamentos. Por exemplo, para Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa atua sobre o seguinte problema de agência: a separação entre a administração e a gestão financeira. Logo, a questão

fundamental da governança é como garantir que os acionistas obtenham retorno sobre seu investimento financeiro (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Nessa situação, La Porta *et al.* (2000) desenvolveram dois modelos para explicar o comportamento dos dividendos. Conforme o *outcome agency model of dividends*, a distribuição de dividendos é reflexo das melhores práticas de governança corporativas e da legislação do país, que tem por objetivo oferece uma melhor proteção legal aos acionistas. De maneira oposta, o *substitute agency model of dividends* propõe que os dividendos são substitutos à governança corporativa e à proteção legal do país. Assim, no contexto brasileiro, conforme o sistema legal de direito civil e as práticas voluntárias de governança corporativa, seria esperado que os dividendos fossem um mecanismo substituto à proteção oferecida aos acionistas.

Conforme a Teoria de Agência, os dividendos são um método para alinhar os interesses dos administradores com os dos investidores, gerando uma redução dos custos de agência (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Easterbrook (1984) define os custos de agência como os custos de monitoramento e de aversão ao risco por parte do gestor. Na situação de elevados custos de agência, tanto o problema de monitoramento quanto o problema de aversão ao risco serão menos relevantes se a empresa estiver constantemente no mercado de capitais, devido ao monitoramento externo exercido pelo mercado.

De maneira semelhante, os dividendos podem, além de reduzir o fluxo de caixa disponível sob o controle do gestor, obrigar as empresas a levantar novas dívidas para manter as atividades, o que da mesma forma imputaria um monitoramento externo (EASTERBROOK, 1984). Logo, um aumento nos dividendos em uma organização com um substancial fluxo de caixa livre, reduziria esse fluxo de caixa, que de outra forma poderia ser investido em projetos de baixo retorno ou até mesmo desperdiçados. Assim, observa-se uma convergência dos estudos em relação ao benefício dos dividendos e das dívidas para as empresas, considerando um ambiente com sobras de caixa (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

Entretanto, as teorias desenvolvidas para explicar os conflitos entre acionistas e gestores são frutos da análise minuciosa do mercado Norte-Americano, o qual é diferente de outros ambientes institucionais devido a pulverização do controle acionário (LA PORTA *et al.*, 2000). Por outro lado, no Brasil, o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas possuíam, respectivamente, 76, 88 e 89 por cento do capital votante, ou seja, do controle da gestão da companhia. Ainda, possuíam 56, 65 e 65 por cento do capital total da empresa diretamente, respectivamente (CARVALHAL, 2004)

Alguns estudos anteriores que analisaram a política de dividendos de mercados emergentes e da América Latina mostraram uma relação positiva entre a distribuição desse

recurso e a concentração acionária (THANATAWEE, 2014; LIN, CHEN e TSAI, 2017; LAHIRI, 2018). Por exemplo, Thanatawee (2014) e Lin, Chen e Tsai (2017) mostraram que as empresas com concentração de propriedade por acionistas comum ou pelo governo, pagam dividendos mais elevados. Na Índia resultado semelhante também foi encontrado por Lahiri (2018), o qual mostrou que um aumento na participação acionária dos *insiders* aumenta a chance das empresas pagarem dividendos ao longo dos anos.

Diante dessas questões, esse trabalho tem o objeto de responder a seguinte pergunta: **como a concentração de propriedade e a governança corporativa afetam a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto?**

Assim, o objetivo geral desse trabalho é: **explicar como a concentração de propriedade e a governança corporativa afetam a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. Logo, a partir do objetivo geral são derivados dois objetivos específicos:

- 1) Explicar como a concentração de propriedade do primeiro maior acionista afeta os dividendos divididos pelo patrimônio líquido; e
- 2) Explicar como o enquadramento no Novo Mercado, segmento diferenciado de governança corporativa da B3, afeta os dividendos divididos pelo patrimônio líquido.

No Brasil a relação entre a concentração acionária ou de propriedade recebeu a atenção de diversas pesquisas (DALMÁCIO e CORRAR, 2007; HOLANDA e COELHO, 2012; FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015; CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016). Contudo, os resultados não são convergentes. Dalmácio e Corrar (2007) apontaram que a concentração acionária tem um efeito negativo e significativo sobre o indicador de *payout*. Entretanto, Holanda e Coelho (2012) mostraram que a concentração de propriedade impacta de maneira positiva o *payout*.

Os demais resultados, todavia, analisaram diferentes medidas para os dividendos em relação à concentração de propriedade e encontraram resultados conflitantes. Por exemplo, foi verificado que a concentração acionária impacta: positivamente e de maneira significativa os dividendos por ação (DALMÁCIO e CORRAR, 2007); positivamente os dividendos pelo ativo total (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015); e negativamente a variação nos dividendos entre

períodos (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016). Consoante a esse cenário, a primeira hipótese alternativa testada nesse trabalho é,

1. H_1 : A concentração de propriedade está positivamente relacionada com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido.

Dada a primeira hipótese alternativa, a respectiva hipótese nula é,

1. H_0 : A concentração de propriedade não está relacionada com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido.

A governança corporativa também recebeu a atenção de pesquisas que analisaram de maneira conjunta a relação entre essa variável e a política de dividendos em países da América Latina (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017). Contudo, os resultados se mostram divergentes. Por exemplo, Benavides Berggrun e Perafan (2016) encontraram que, de maneira geral, a distribuição de dividendos é positivamente relacionada à governança corporativa. E em países com leis mais rígidas (Argentina, Brasil e Chile) em relação aos demais, existe uma maior probabilidade de pagamento de dividendos. Entretanto, Gonzales *et al.* (2017) mostram que quando a concentração de propriedade é alta e o acionista com maior propriedade é identificado como um indivíduo, as empresas tendem a pagar menos dividendos.

Os estudos brasileiros também não conseguiram determinar de maneira consistente qual a relação entre a governança corporativa e os dividendos (HOLANDA e COELHO, 2012; FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015). Holanda e Coelho (2012), por exemplo, testaram de maneira conjunta a influência da adesão aos principais segmentos de governança da B3 (2017) e encontraram uma relação positiva, porém não estatisticamente significativa, com os dividendos por ação. Contudo, Forti, Peixoto e Alves (2015) testaram separadamente os segmentos de governança e encontraram uma relação positiva para o Nível 1 e negativa para o Nível 2, com a variação nos dividendos. Dada essa situação, a segunda hipótese de pesquisa desse trabalho é,

2. H_1 : O nível diferenciado de governança corporativa mais rígido está positivamente relacionado com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido.

Dada a primeira hipótese alternativa, a respectiva hipótese nula é,

2. H_0 : O nível diferenciado de governança corporativa mais rígido não está relacionado com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido.

Para atingir o objetivo desse trabalho, foi utilizada uma amostra composta por informações financeiras, de propriedade e de governança corporativa de 171 empresas brasileiras com ações negociadas na B3. Essas informações são referentes ao período entre os anos de 2008 e 2017. Com esses dados, formou-se um painel não balanceado com 1.576 observações.

Assim, as estimações por efeitos fixos com erro-padrão robustos por empresas validaram as hipóteses de pesquisa desse trabalho. Especificamente, em primeiro lugar, as estimações indicaram que a propriedade do primeiro maior acionista influencia de maneira positiva os dividendos divididos pelo patrimônio líquido. Em segundo lugar, foi verificado que o enquadramento no Novo Mercado influencia de maneira positiva e significativa os dividendos divididos pelo patrimônio líquido.

Além da contribuição à literatura, as conclusões desse trabalho oferecem implicações práticas. Primeiro, de acordo com a concentração de propriedade do primeiro maior acionista e uma maior distribuição de dividendos, rejeita-se a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários. Segundo, de acordo com o enquadramento em um nível de governança mais rígido e uma maior distribuição de dividendos, verifica-se que os dividendos atuam de maneira complementar à qualidade da governança.

Na seção seguinte é apresentada a revisão da literatura, com o objeto de mostrar as principais teorias sobre os dividendos e os estudos empíricos. Na seção três são discutidos os aspectos metodológicos do trabalho, como os dados de pesquisa, as variáveis e o modelo de regressão proposto. A seção quatro demonstra os resultados e as discussões. Finalmente, na seção cinco são apresentadas as conclusões da pesquisa.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Com o objetivo de apresentar o desenvolvimento dos estudos sobre as políticas de dividendos, com foco nas questões teóricas e nos resultados empíricos recentes, essa seção está dividida em duas partes. A primeira parte apresenta a fundamentação da convergência entre a política de dividendos corporativa e a teoria de agência. Especificamente, na primeira parte são discutidas as questões específicas da teoria de agência e dos dividendos e são expostos os resultados encontrados pelos principais estudos ao redor do mundo. Na segunda parte, são exploradas as características que justificam a análise isolada de algumas empresas brasileiras de capital aberto. Como justificativas, são discutidas as características legais, como, por exemplo, a lei sobre os dividendos e as regras voluntárias de governança corporativa adotadas por essas empresas.

2.1. Primeiras teorias sobre os dividendos

Apesar da tão conhecida teoria da irrelevância dos dividendos (MILLER e MODIGLIANI, 1961), o primeiro trabalho de destaque sobre o assunto, que mostrou a importância da distribuição dos dividendos para as companhias foi realizado por Lintner (1956). De acordo com esse estudo, os dividendos são relevantes para as empresas, pois as evidências encontradas mostraram que os dividendos representam uma variável de decisão primária e ativa na maioria das situações corporativas. Notadamente, Lintner (1956) estabeleceu um modelo teórico para o comportamento dos dividendos a partir dos resultados de uma investigação detalhada de 28 empresas do setor industrial durante o período de 1947-1953. Como resultado, foi evidenciado que a inércia e o conservadorismo com relação aos dividendos eram elementos fortes o bastante para a maioria dos gestores. Fato esse verificado por meio dos esforços tomados pela gestão para evitar mudanças nas taxas de dividendos, o que ajudaria a minimizar as reações adversas dos acionistas (LINTNER, 1956).

Entretanto, os trabalhos seminais de Miller e Modigliani (1958; 1961) – referenciados como M&M nesse trabalho – provocaram inúmeros pesquisadores a pensar sobre a influência da estrutura de capital e dos dividendos sobre o valor da empresa. Entre os questionamentos levantados, foi indagado se as empresas com políticas generosas de distribuição vendem consistentemente com um prêmio sobre aquelas com pagamentos indecisos, ou se existe uma taxa de pagamento ideal ou intervalo de taxas que maximiza o valor atual das ações. Como

resposta, M&M argumentaram, com base em algumas hipóteses, que a política de dividendos não altera a riqueza do investidor. Todavia, as hipóteses colocadas para fundamentar o argumento de irrelevância dos dividendos foram questionada (GORDON, 1961; GORDON, 1963), por não representar a realidade do mercado. Por exemplo, os dividendos seriam irrelevantes nas condições em que:

- Não existem impostos, custos de transação ou de falência;
- Os investidores são racionais e possuem comportamento homogêneo;
- Os investidores podem tomar empréstimos às mesmas taxas das corporações;
- Todo o mercado tem acesso às mesmas informações sobre as oportunidades de investimento futuro da firma.

Isso posto, para M&M (1961) se a empresa não distribuísse dividendos não haveria redução do valor do capital, pois esses recursos se tornariam uma fonte de financiamento para a própria empresa, o que provocaria um aumento no valor das ações e, conseqüentemente, um aumento no ganho de capital. De maneira oposta, caso a empresa optasse em distribuir esse provento, o ganho de capital futuro seria menor e compensaria a riqueza presente. Logo, o valor da empresa seria o mesmo, independentemente da maneira como os lucros fossem tratados (MILLER e MODIGLIANI, 1961).

Mas, seguindo a linha de raciocínio de Linter (1956), Gordon (1961; 1963) posicionou-se contra as ideias de M&M (1961) apresentando teoria e evidências empíricas que conduzem à conclusão de que o preço das ações corporativas não é independente das taxas de dividendos. Mais do que isso, argumentou-se que não havia nenhuma base razoável para as conclusões de M&M. Visto que é aceitável que (I) os investidores tenham uma aversão ao risco ou à incerteza, e (II) dado o grau de risco de uma corporação, a incerteza de um dividendo que se espera pagar aumente com o tempo. Esses argumentos ficaram conhecidos como a Teoria do Pássaro na mão, consoante ao ditado popular que mais vale um pássaro na mão do que dois voando.

Outros trabalhos importantes também analisaram os dividendos por diferentes ângulos. Destacam-se aqui alguns trabalhos clássicos em cada linha de pesquisa, como por exemplo: a preferência tributária dos investidores (BLACK e SCHOLES, 1974; MILLER e SCHOLES, 1978); o ciclo de vida da empresa (FAMA e FRENCH, 2001; DEANGELO, DEANGELO e STULZ, 2006; BROCKMAN e UNLU, 2011); o conteúdo informacional e o efeito clientela

(WATTS, 1973; BLACK, 1976; PETTIT, 1977; LONG JR, 1978; ASQUITH e MULLINS AND JR, 1983; MILLER e ROCK, 1985).

Os estudos sobre como a preferência tributária dos investidores pode afetar a política de dividendos das empresas recebeu atenção nos trabalhos seminais de Black e Scholes (1974) e Miller e Scholes (1978). O pressuposto da teoria é que o pagamento de dividendos diminui o retorno da ação, devido ao efeito da tributação. Contudo, por meio da comparação entre o rendimento de dividendos e o retorno esperado pelo investidor, foi mostrado que não existe diferença entre os retornos das ações com altos e baixos rendimentos de dividendos (BLACK e SCHOLES, 1974).

A teoria do ciclo de vida da empresa também foi analisada em conjunto com a política de dividendos por diferentes estudos (FAMA e FRENCH, 2001; GRULLON, MICHAELY e SWAMINATHAN, 2002; DEANGELO, DEANGELO e STULZ, 2006; BROCKMAN e UNLU, 2011). O ponto principal da teoria é que o valor dos dividendos muda conforme o ciclo de vida da empresa (FAMA e FRENCH, 2001; DEANGELO, DEANGELO e STULZ, 2006)

Fama e French (2001) mostraram que, devido às mudanças no mercado com relação às elevadas oportunidades de investimento, a proporção das empresas americanas que pagaram dividendos em dinheiro caiu de 66,5% em 1978 para 20,8% em 1999. DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) testaram a preditibilidade da teoria do ciclo de vida sobre a política de dividendos. Os resultados encontrados mostram que o ciclo de vida da empresa influencia a distribuição de dividendos de forma positiva. Assim, empresas mais jovens e com mais oportunidades de crescimento distribuem menos lucros aos seus acionistas. Por outro lado, empresas mais maduras, que estejam em um estágio mais avançado do ciclo de vida, distribuem mais dividendos (DEANGELO, DEANGELO e STULZ, 2006).

As pesquisas referentes ao conteúdo informacional dos dividendos mostram que estes possuem um poder informativo para os investidores. De maneira prática, os dividendos podem conter informações relevantes sobre o futuro da firma (WATTS, 1973). Miller e Rock (1985), por exemplo, mostram que mudanças na política de dividendos transmitem notícias sobre os fluxos de caixa futuro. Também, dado esse poder, as empresas podem ajustar suas políticas de dividendos para atender as preferências de determinadas classes de acionistas, fato esse denominado como efeito clientela (PETTIT, 1977).

O efeito sinalizador dos dividendos foi analisado por Long Jr. (1978), por meio da análise de um caso especial ocorrido com a empresa *Citizens Utilities Co.* em 1955. Naquele período, a empresa propôs a substituição das ações ordinárias por duas novas classes de ações. As ações classe A receberiam dividendos em ações, as quais eram isentas de imposto e as ações

classe B receberiam dividendos em dinheiro. Assim, com o objetivo de investigar como os investidores avaliavam os dividendos, foi feito teste que equiparou o logaritmo natural do quociente de preços das ações com o logaritmo natural do quociente de dividendos no período entre 1956 e 1976. Os resultados encontrados mostraram a preferência dos investidores por ações que pagavam dividendos, mesmo com a incidência de impostos (LONG JR, 1978).

Asquith e Mullins and Jr. (1983) analisaram o impacto de se iniciar a distribuição de dividendos na riqueza dos acionistas de 168 empresas, as quais pagaram dividendos pela primeira vez ou retomaram um programa de distribuição de lucros depois de 10 anos sem tal prática. Os resultados encontrados pelos autores, para aquela amostra, confirmam que as empresas que iniciaram um programa de dividendos aumentaram a riqueza dos acionistas. Asquith e Mullins Jr. (1983) julgaram ainda que os resultados de sua pesquisa indicavam como as outras análises haviam subestimado os efeitos dos dividendos.

2.2. Dividendos, propriedade e governança corporativa no mundo

Mesmo com diversas lentes para observar o comportamento dos dividendos, quanto mais forte os pesquisadores olharam para o quadro de dividendos, cada vez mais ele se parecia com um quebra-cabeça, com peças que simplesmente não se encaixavam (BLACK, 1976). Realidade essa que ainda persiste nos dias atuais, pois mesmo com muitos estudos, a política de dividendos permanece como uma questão não resolvida na linha de finanças corporativa (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010). Consequentemente, diante de inúmeras questões não respondidas e da importância dos dividendos, esse assunto atualmente perdura como um dos principais tópicos da literatura financeira (GIRIATI, 2016).

Recentemente, apesar das inúmeras teorias desenvolvidas para estruturar as questões sobre os dividendos, a teoria de agência tem sido extensivamente examinada na literatura sobre o assunto e recebido provas empíricas que a suporte (JIRAPORN, KIM e KIM, 2011). Nesse contexto, os principais trabalhos que serviram de arcabouço para as pesquisas sobre os dividendos foram os intitulados: *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, de Frank Easterbrook (1984); *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, de Michel Jensen (JENSEN, 1986); e *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, de Rafael La Porta *et al.* (LA PORTA *et al.*, 2000).

Easterbrook (1984) forneceu explicações para os dividendos sobre os custos de agência. A questão central do estudo foi verificar se os dividendos são um método de alinhar

os interesses dos administradores com os interesses dos investidores. Para isso, foram consideradas duas fontes de custos de agência. Primeiro, o custo do monitoramento dos gestores, o qual pode ser altamente custoso para os acionistas. Segundo, a aversão ao risco por parte dos gestores, pois esses possuem uma parte substancial da sua riqueza vinculada à empresa, na forma de emprego e ações detidas da firma, e muitas vezes escolhem projetos com retorno abaixo do esperado pelos investidores (EASTERBROOK, 1984).

Diante dos problemas que imputam custos de agência às empresas, Easterbrook (1984) cita algumas alternativas que se mostram possíveis para mitigar esses custos. Primeiro, tanto o problema de monitoramento quanto o problema de aversão ao risco serão menos relevantes se a empresa estiver constantemente no mercado de capitais. Por exemplo, ao emitir novas ações ou contrair novas dívidas, investidores ou credores atuarão como um monitor para o interesse coletivo. Em segundo lugar, os dividendos também têm um papel semelhante com relação ao fluxo de caixa e ao monitoramento. A justificativa para essa colocação é que os dividendos esperados e contínuos podem, além de reduzir o fluxo de caixa disponível sob o controle do gestor, obrigar as empresas a levantar novas dívidas para manter as atividades, o que da mesma forma imputaria um monitoramento externo (EASTERBROOK, 1984).

Seguindo essa mesma linha de pensamento, a Teoria de Agência de Jensen (1986) sobre os custos de agência dos fluxos de caixa livre é o principal estudo que mostra como os dividendos, as dívidas e as aquisições se comportam em meio a um ambiente marcado por conflitos de interesse pelo fluxo de caixa livre das corporações. De acordo com a teoria, os conflitos de interesse entre acionistas e administradores com relação às políticas de pagamento são especialmente severos quando a organização gera fluxo de caixa livre substancial. Logo, um aumento nos dividendos em uma organização com um substancial fluxo de caixa livre, reduziria esse fluxo de caixa, que de outra forma poderia ser investido em projetos de baixo retorno ou até mesmo desperdiçado.

A Teoria de Agência de Jensen (1986) se mostra consistente com Easterbrook (1984) em relação ao benefício das dívidas para as empresas, considerando um ambiente com sobras de caixa. Como já exposto, a dívida reduz os custos de agência, pois reduz o fluxo de caixa disponível para gastos que estão sobre discricionariedade dos gestores (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Entretanto, outro benefício refere-se à ameaça derivada pelo não pagamento do serviço da dívida, o qual atua como uma força motivadora eficaz para tornar a organização mais eficiente (JENSEN, 1986). Ang, Cole e Lin (2000) também confirmaram que o monitoramento por parte dos bancos produz uma externalidade positiva na forma de menores custos de agência.

Destaca-se que os custos de agência não são somente aqueles relacionados ao fluxo de caixa livre. Os custos de monitoramento são os custos de supervisão gerencial, os quais são assumidos pelo principal, uma vez que o comportamento do agente pode não ir ao encontro dos interesses do principal. Nessa situação, o principal dispende recursos com o monitoramento pois precisa acompanhar as decisões tomadas pelo agente e evitar, ou pelo menos minimizar, a chance de ser expropriado (EASTERBROOK, 1984). A auditoria, por exemplo, representa um dos custos de supervisão, o qual limita o risco de manipulação das demonstrações contábeis (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016). É importante destacar que, mesmo com as ferramentas de incentivo e monitoramento, os conflitos de agência existem devido à natureza da relação, à inexistência de um contrato perfeito (JENSEN e MECKLING, 1976) e também ao próprio ambiente de negócios, que contribui para essa incompletude contratual (KLEIN, 1983).

Considerando as fundamentações teóricas apresentadas até o momento, verifica-se um relacionamento repleto de interesses conflitantes apenas entre acionistas e gestores. Entretanto, vale destacar que essas teorias desenvolvidas são frutos da análise minuciosa do mercado Norte-Americano, o qual é diferente de outros ambientes institucionais devido a pulverização do controle acionário (LA PORTA *et al.*, 2000). Ou de uma maneira geral, isso pode ser observado em muitos países Anglo-saxônicos, como o próprio Estados Unidos e, também, o Reino Unido, em que a propriedade das ações é dispersa e os acionistas individuais têm apenas incentivos e capacidades limitadas de monitorar as organizações (GUGLER e YURTOGLU, 2003).

Consequentemente, a pulverização acionária imputa aos gestores o controle das organizações em nome de diversos acionistas. Nessa situação, a Teoria de Agência de Jensen e Meckling (1976) define a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes buscarem maximizar sua própria utilidade, haverá indícios de que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.

Entretanto, os conflitos de interesse podem não existir apenas na relação entre acionistas e gestores. Estudos anteriores mostraram que em ambientes onde existe a concentração acionária, o relacionamento entre os acionistas minoritários e majoritários pode ser repleto de interesses conflitantes com relação ao fluxo de caixa livre, tanto quanto no relacionamento entre gestores e acionistas comuns (ANG, COLE e LIN, 2000; HARADA e NGUYEN, 2011; CHANG, KANG e LI, 2016). Porém, vale destacar que a concentração de propriedade pode ser benéfica, por ser um método quase universal de controle que ajuda os

investidores a recuperarem seu dinheiro (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Logo, os custos de agência seriam reduzidos quando o acionista controlador participa da gestão da empresa. Em contrapartida, os custos de agência são maiores quando um forasteiro gerencia a empresa (ANG, COLE e LIN, 2000). Alguns países possuem como características a concentração de propriedade corporativa, por exemplo: Brasil (HOLANDA e COELHO, 2012; CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016); Canadá (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010); Índia (LAHIRI, 2018).

Além do fator de conflitos de interesses, seja entre acionistas-gestores ou majoritários-minoritários, a governança corporativa também pode influenciar as políticas de pagamentos. Por exemplo, para Shleifer e Vishny (SHLEIFER e VISHNY, 1997) a governança corporativa atua sobre o seguinte problema de agência: a separação entre a administração e finanças. Logo, a questão fundamental da governança é como garantir aos financiadores que eles obtenham um retorno sobre seu investimento financeiro (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Também, a governança corporativa é definida como o conjunto de mecanismos internos, como a estrutura do conselho de administração e a forma de remuneração dos executivos, e externos, como o nível de endividamento e a presença de investidores institucionais, que visa alinhar interesses de acionistas e gestores e aumentar o valor das empresas (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2005).

No âmbito da governança corporativa, La Porta *et al.* (2000) contribuíram com a literatura sobre os dividendos ao propor dois modelos que explicam o pagamento de dividendos. A pesquisa feita em âmbito mundial justifica-se pois a gravidade dos problemas de agência, aos quais os acionistas minoritários estão expostos, difere muito entre países, em parte porque a proteção legal desses acionistas varia. Na prática, os resultados mostram dois cenários distintos. Primeiro, empresas em países *Common Law*, no qual a proteção dos investidores é caracteristicamente melhor, os pagamentos de dividendos são maiores quando comparados com as firmas de países *Civil Law*, na qual a proteção dos investidores tende a ser mais fraca. Nomeadamente, os principais países *Common Law* analisados foram: Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália. E os principais países *Civil Law* fora: França, Japão e Alemanha.

As conclusões sugerem que a abordagem de agência é altamente relevante para a compreensão das políticas de dividendos em todo o mundo. Dessa maneira, conforme o *outcome agency model of dividends*, a distribuição de dividendos é reflexo das melhores práticas de governança corporativas, que oferece melhor proteção aos acionistas. De maneira oposta, o *substitute agency model of dividends* propõe que os dividendos são substitutos à governança corporativa. De acordo com o segundo modelo, a distribuição de dividendos é feita somente em empresas onde a proteção legal dos acionistas não está garantida, ou seja, os

dividendos atuam como uma maneira de reduzir os fluxos de caixa livres à disposição dos gestores, já que esses não têm garantias quanto à correta utilização desses recursos (LA PORTA *et al.*, 2000).

De uma maneira resumida, a moderna teoria da agência procura explicar a estrutura corporativa como resultado de tentativas de minimizar custos associados à separação de propriedade e controle corporativo (MICHEL, 2013; YARRAM, 2015). Nessa circunstância, na qual a propriedade é separada da gestão, firmas com melhores estruturas de governança corporativa apresentam maior valor de mercado e suas políticas institucionais buscam alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas (MARQUES *et al.*, 2015). E os pagamentos de dividendos maiores reduzem os custos da agência, pois obrigam os gestores tomarem melhores decisões antes de desperdiçar recursos da empresa (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016).

Dada as questões colocadas sobre a teoria de agência, a governança corporativa e as características legais no país que podem influenciar a política de dividendo das empresas, esse trabalho explora dois fatores em conjunto que conceitual e empiricamente afetam os dividendos. O primeiro é a concentração de propriedade. Assim, o potencial risco de expropriação do acionista minoritário pelo acionista controlador pode influenciar a política de dividendos da empresa (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010). O segundo fator refere-se à governança corporativa, pois resultados existentes mostram que a qualidade da governança corporativa tem um impacto concreto nas decisões corporativas estratégicas, com destaque para a política de dividendos (JIRAPORN, KIM e KIM, 2011). Para direcionar a análise, a partir desse ponto são apresentados e discutidos os principais e mais recentes resultados das pesquisas relacionadas ao assunto ao redor do mundo.

De acordo com o trabalho de La Porta *et al.* (2000), a análise global da política de dividendos foi feita por meio do vasto banco de dados com informações de empresas de 33 países. Como discutido anteriormente, os países foram divididos pelas características referentes à legislação *Common Law* ou *Civil Law*. Para organizar a análise dos estudos anteriores que devem ser discutidos com mais atenção, os trabalhos foram segregados como: (i) Países *Common Law* – Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália; (ii) Países *Civil Law* – Alemanha, França, Japão; (iii) Países Emergentes – Brasil¹, China e Índia; (iv) Multimercados.

O mercado norte americano diferencia-se dos demais devido à proteção oferecida aos investidores, dada a Legislação *Common Law*. Com destaque, as primeiras regras que

¹ Os estudos anteriores voltados para o mercado brasileiros são apresentados em uma subseção específica.

regulararam o funcionamento do mercado de capitais foram criadas nos Estados Unidos. As principais leis americanas que tratam desse assunto foram o *Security Act* de 1933, o *Securities And Exchange Act* de 1934 e a *Lei Sarbanes-Oxley* de 2002. As abordagens das duas primeiras leis são relacionadas à emissão de novos títulos e às transações com informações privilegiadas, respectivamente. A *Lei Sarbanes-Oxley*, por sua vez, tem o objetivo de proteger os investidores americanos dos abusos corporativos, em resposta aos escândalos que envolveram as companhias como Eron e WorldCom (ROSS, WESTERFIED, *et al.*, 2015).

Com informações de empresas americanas, Jiraporn, Kim e Kim (2011) investigaram a relação entre os dividendos e governança corporativa. Os autores analisaram uma amostra com 16.013 observações firma/ano, no período entre 2001 e 2004. As informações das empresas analisadas foram cedidas pelo *Institutional Shareholder Services* (ISS), empresa fornecedora líder mundial de soluções de governança corporativa. Os resultados mostram que empresas com melhor governança possuem maiores chances de pagar dividendos (JIRAPORN, KIM e KIM, 2011).

Os resultados encontrados por Farinha (2003) para o Reino Unido são condizentes com a Teoria de Agência, ao mostrar que os dividendos podem ajudar a reduzir os problemas de agências elencados por Easterbrook (1984) e Jensen (1986). Os resultados foram obtidos por meio da aplicação de regressão *Ordinary Last Square* (OLS) utilizando uma amostra com informações de 600 empresas nos períodos entre 1987-1991 e 1992-1996. As evidências encontradas mostram uma forte relação entre o *payout* e o percentual de propriedade do gestor ou controlador. De maneira complementar, também foi verificado que o cumprimento ao *Code of Best Practice* do *European Corporate Governance Institute* teve um impacto significativo e economicamente positivo no pagamento de dividendos (FARINHA, 2003).

O Reino Unido destaca-se como um dos principais países que mais distribuem dividendos. Segundo Khan (2006), dois pontos reforçam isso. Primeiro, a proporção de dividendos distribuídos tende a ser maior quando comparado com outros países da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD). Em segundo lugar, apesar da propriedade dispersa de ações entre os acionistas, a posse das ações está predominantemente sob o controle de instituições financeiras. Detalhadamente, aproximadamente 50% de todas as ações listadas na Bolsa de Valores de Londres são detidas por seguradoras, fundos de pensão e outros acionistas institucionais (KHAN, 2006).

Considerando ainda o Reino Unido, Khan (2006) investigou como a estrutura de propriedade afeta a política de dividendos de 330 grandes empresas, utilizando dados referentes ao período de 1985-1997. Entretanto, os resultados sugerem uma relação diferente daquela

observada por Farinha (2003), ou seja uma relação negativa entre os dividendos e a concentração de propriedade. Ainda, os dividendos atuam como um substituto ao fraco monitoramento pelos acionistas. Entretanto, quando existe a participação acionária de companhias de seguro, a relação com os dividendos passa a ser positiva (KHAN, 2006).

Adjaoud e Ben-Amar (2010) comprovaram uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa, por meio do índice *The Globe & Mail*, e a política de dividendos no Canadá. Os autores conduziram uma análise com 714 observações firma/ano (397 empresas que distribuíram dividendos e 317 empresas que não distribuíram dividendos) entre os períodos de 2002 e 2005. Entre os resultados encontrados, as estatísticas descritivas mostraram que o índice de governança corporativa para empresas que pagaram dividendos foi 71.94, enquanto que empresas que não distribuíram dividendos tiveram um índice médio de governança corporativa de 62.32. Isso permitiu considerar a política de distribuição de dividendos como complementar à governança corporativa.

Yarram (2015) testou a influência dos índices de governança corporativa sobre a distribuição de dividendos e sobre a média de dividendos distribuídos por empresas australianas, para uma amostra de 413 empresas no período entre 2004 e 2009. Os resultados encontrados mostram uma correlação positiva, confirmando que as empresas com melhores estruturas de governança corporativa distribuem uma proporção maior de dividendos. Esses resultados permitiram, também, concluir que os dividendos e uma melhor governança corporativa são complementares ao invés de serem substitutos (YARRAM, 2015).

Países como Alemanha, França e Japão, possuem o maior número de empresas de capital aberto entre os países *Civil Law* (LA PORTA *et al.*, 2000). Alguns dos estudos anteriores discutiram a relação entre os dividendos e a governança corporativa nesses países (GUGLER e YURTOGLU, 2003) (HARADA e NGUYEN, 2011).

Gugler e Yurtoglu (2003) conduziram um estudo com empresas alemãs focando no conflito entre acionistas majoritários e minoritários com relação aos anúncios de dividendos e ao *payout*. A justificativa é que o país é caracterizado pela presença de grandes acionistas, que individualmente detêm mais de 50% das ações das empresas de capital aberto. Para atingir o objetivo do estudo, foram utilizadas informações das 266 maiores companhias listadas na Bolsa de Valores Alemã (*Deutsche Börse AG*) entre os períodos de 1992-1998. Como principais resultados, foi observado, na estimação considerando o *payout* como uma função do percentual das ações possuídas pelo maior acionista, um coeficiente de -0,16, significativo a 1%.

Harada e Nguyen (2011) testaram o efeito da concentração de propriedade sobre a política de dividendos de empresas japonesas. Foram utilizados dados de empresas listadas na

Bolsa de Valores de Tóquio durante o período de 1995-2007. Os resultados encontrados mostram que a concentração de propriedade está relacionada a valores de dividendos significativamente mais baixos em relação aos lucros (*Payout*) e em relação ao patrimônio líquido. Nesse último item, destaca-se o trabalho de Harada e Nguyen (2011) pela utilização de uma *proxy* que mensura os dividendos pelo patrimônio líquido. Conforme os resultados, sugere-se que os maiores acionistas não usam a política de dividendos para distribuir o caixa em excesso das empresas.

Para esse trabalho considera-se as pesquisas sobre os seguintes países emergentes: Brasil, Índia e China. A concentração de propriedade é uma característica semelhante ao mercado chinês e ao mercado brasileiro. Por exemplo, Thanatawee (2014) mostrou que o maior e os cinco maiores acionistas detêm 37,11% e 50,03% da propriedade de empresas chinesas listadas na *Shanghai Stock Exchange*, respectivamente. Diante dessa situação, Thanatawee (2014) investigou o impacto dessa estrutura de propriedade sobre as políticas de dividendos. Os dados utilizados foram referentes ao período entre 2007-2011, totalizando 3.500 observações firmas/ano. De acordo com os resultados, empresas com concentração de propriedade são mais propensas a pagar dividendos. Mais especificamente, os pagamentos de dividendos têm uma relação positiva com a propriedade do maior acionista.

Lin, Chen e Tsai (2017) examinaram a relação entre a assimetria de informação, a política de dividendos e a estrutura de propriedade de empresas chinesas. Para isso foram utilizadas 7.601 informações de empresas listadas na Bolsa de Shangai e Shenzhen no período entre 2003 e 2012. Com o objetivo de capturar a estrutura de propriedade foi utilizado uma variável *dummy* para identificar as empresas nas quais o governo possuía mais de 50% das ações. De acordo com os resultados obtidos, enquanto a assimetria de informação tem um efeito negativo e significativo sobre o *payout*, a concentração de propriedade influencia de maneira positiva e significativa os dividendos distribuídos sobre os lucros. Contudo, por meio da interação entre as variáveis, foi mostrado que as empresas controladas pelo governo e com maior assimetria de informação pagam mais dividendos do que empresas privadas com maior assimetria de informação (LIN, CHEN e TSAI, 2017).

As empresas indianas foram objeto de estudo de Kumar (2006). Naquele estudo foi investigado a associação entre a governança corporativa e a política de pagamento de dividendos de empresas listadas na *Bombay Stock Exchange* (BSE), considerando um painel não balanceado com 5.224 observações durante o período entre os anos de 1994 e 2000. A justificativa para análise das empresas da Índia foi devido à dramática diferença das práticas de governança e da estrutura de propriedade do país em relação aos mercados desenvolvidos como

Estados Unidos e Reino Unido. Como interesse do estudo, foi investigado se as diferenças nas estruturas de propriedade e as identidades dos proprietários podem explicar as variações nos índices de *payout*. Contudo, foi observado que mesmo a estrutura de propriedade sendo importante para explicar os comportamentos dos dividendos, o relacionamento é diferente para cada classe de proprietário. Fato importante, pois mostra que a propriedade não influencia de maneira uniforme as políticas de pagamento de dividendos (KUMAR, 2006).

Por meio de uma análise mais específica em relação ao trabalho de Kumar (2006), Lahiri (2018) analisou o controle interno e a política de dividendos das empresas de capital aberto na Índia. Por meio da aplicação da técnica de regressão *Probit* com efeitos aleatórios em um painel não balanceado com informações de 751 empresas listadas na Bolsa Indiana, foi identificado que um aumento na participação acionária dos *insiders* aumenta a chance de as empresas pagarem dividendos ao longo dos anos. A variável de interesse, denominada como INSIDERSHARE, que teve o objetivo de captar a participação dos *insiders* no capital social, mostrou uma relação positiva e altamente significativa com a variável para dividendos (LAHIRI, 2018).

Outros estudos anteriores também contribuíram com a literatura dos dividendos com base nos fortes vínculos fornecidos pela teoria de agência com relação a políticas de pagamento, a governança corporativa e a estrutura de propriedade. Por exemplo, alguns desses estudos analisaram as políticas de dividendos em mercados emergentes (MITTON, 2004; ESQUEDA, 2016) e na América Latina (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017).

A governança corporativa e da política de dividendos em mercados emergentes foram analisadas por Mitton (2004) e Esqueda (2016). De acordo com Mitton (2004) a distribuição de dividendos é fortalecida em empresas com melhores práticas de governança corporativa, apoiando o *Outcome Model* de dividendos. Contudo, o Brasil foi excluído da amostra, juntamente com Chile, Colômbia e Grécia, devido aos dividendos obrigatórios (MITTON, 2004).

Recentemente, Esqueda (2016) mostrou que as empresas situadas em mercados emergentes, autorizadas a levantar novo capital nas bolsas norte-americanas, reduzem os pagamentos de dividendos a medida que substituem os dividendos por uma melhor governança corporativa, hipótese que vai de acordo com o *Substitute Model* de dividendos. Esse estudo, por sua vez, considerou empresas brasileiras na amostra de 25 países. Contudo, apenas 2,36% das observações eram referentes às empresas do Brasil.

Benavides, Berggrun e Perafan (2016) verificaram que na América Latina a distribuição de dividendos é positivamente relacionada à governança corporativa. Esses resultados foram obtidos a partir de informações financeiras de empresas de capital aberto de seis países da América Latina – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, entre os anos de 1995 e 2013. Entretanto, de maneira complementar, foi verificada uma diferença entre os países com relação a distribuição de dividendos e a proteção legal oferecida aos acionistas. Notadamente, os países da América Latina com leis mais rígidas (Argentina, Brasil e Chile) têm maior probabilidade de pagar mais dividendos, consoante com o *outcome model* (2000). Em contrapartida, as empresas em países com leis mais fracas (Colômbia, México e Peru) têm menor probabilidade de pagar dividendos. Outros testes ainda mostraram que empresas mais rentáveis tendem a pagar dividendos mais elevados. Também, a hipótese para não pagar um percentual de dividendos maior foi que as empresas da região não esgotam suas oportunidades de investimento e não obtêm com frequência novos financiamentos do mercado de ações.

Entretanto, Gonzales *et al.* (2017) identificaram uma situação diferente na América Latina, daquela observada por Benavides, Berggrun e Perafan (2016). A pesquisa utilizou uma amostra com 12.794 observações entre os anos de 2007 a 2014 de empresas da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Por sua vez, os resultados encontrados por meio de análises univariada, bivariadas, OLS e regressões de dados em painel, sugerem que quando a concentração de propriedade é alta e o acionista com maior propriedade é identificado como um indivíduo, as empresas tendem a pagar menos dividendos.

Consoante aos resultados dos estudos anteriores vistos até aqui, muitos estudos empíricos validam os modelos criados por La Porta *et al.* (2000), tanto com relação ao fatos dos dividendos atuarem de forma complementar à maior proteção oferecida aos acionistas, quanto com relação fato dos dividendos serem substitutos à menor proteção oferecida aos acionistas. O Quadro 1 apresenta de uma maneira resumida os principais resultados de estudos recentes ao redor do mundo. Entretanto, com relação às empresas brasileiras, parece não haver uma única explicação para a distribuição de dividendos, pelo menos em estudo de mercados emergentes (ESQUEDA, 2016) ou da América Latina (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017).

Quadro 1 – Principais resultados sobre os dividendos no mundo

Autor(es)	Ambiente	Relação com o Pagamento de Dividendos	
		Governança Corporativa	Concentração de Propriedade
Jiraporn, Kim e Kim (2011)	Estados Unidos	Positiva	N.A. ²
Farinha (2003)	Reino Unido	N.A.	Positiva
Reino Unido, Khan (2006)	Reino Unido	N.A.	Negativa
Adjaoud e Ben-Amar (2010)	Canadá	Positiva	N.A.
Yarram (2015)	Austrália	Positiva	N.A.
Gugler e Yurtoglu (2003)	Alemanha	N.A.	Negativa
Thanatawee (2014)	China	N.A.	Positiva
Lin, Chen e Tsai (2017)	China	N.A.	Positiva
Kumar (2006)	Índia	N.A.	Variada
Esqueda (2016)	Países Emergentes	Negativo	N.A.
Benavides, Berggrun e Perafan (2016)	América Latina	Positivo	N.A.
Gonzales et al. (2017)	América Latina	N.A.	Negativa

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para explorar mais o assunto, a seguinte subseção apresenta os estudos que analisaram o mercado brasileiro isoladamente.

2.3. Dividendos e a legislação brasileira

Na América Latina os países oferecem uma menor proteção aos investidores quando comparados com outros países *Civil Law*. Como consequência dessa fraca proteção, o risco de expropriação dos investidores tende a ser crítico, o custo de capital maior, o nível de endividamento financeiro mais baixo e o pagamento de dividendos menor (BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017). Assim, a política de dividendos, investimento e estrutura de capital têm especial relevância devido aos efeitos que podem ter no valor da empresa e até mesmo na sua continuidade (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016).

O ambiente institucional também é um fator importante para a determinação da política de dividendos, por estar relacionado à proteção legal oferecida aos acionistas por meio da legislação do país (JAVAKHADZE, FERRIS e SEN, 2014). Igualmente, a estrutura de propriedade – propriedade concentrada ou dispersa entre os acionistas – pode influenciar as políticas de dividendos das firmas (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015). Contudo, ainda faltam pesquisas sobre a política de dividendos e os problemas de agência no Brasil (Martins & Famá, 2012; Crisóstomo & Brandão, 2016).

² N.A.: Não analisado.

No Brasil, os problemas de agência vão além dos conflitos entre acionistas e gestores. Na verdade, devido à elevada concentração de propriedade e controle existente no país, situação na qual um acionista possui isoladamente maior participação no capital social e maior poder de voto nas deliberações da companhia, existe a possibilidade de conflitos de interesse entre os acionistas majoritários, muitas vezes controladores das empresas, e os acionistas minoritários, que na maioria das vezes são fora da gestão (CARVALHAL, 2004; MARTINS e FAMÁ, 2012).

Carvalho da Silva (2004), por exemplo, em uma análise sobre os efeitos da estrutura de propriedade e controle, com base em uma amostra de 255 empresas brasileiras no ano de 2000, evidenciou a elevada concentração de controle e propriedade dessas empresas. Os resultados mostram que em companhias com acionistas majoritários, considerando o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas possuíam, respectivamente, 76, 88 e 89 por cento do capital votante, ou seja, do controle da gestão da companhia. Ainda, possuíam 56, 65 e 65 por cento do capital total da empresa diretamente, respectivamente (CARVALHAL, 2004).

Diante das questões sobre a governança corporativa e da elevada concentração de controle e propriedade, diversos estudos foram desenvolvidos buscando verificar qual o impacto dessas variáveis sobre a política de dividendos das empresas brasileiras.

Um dos primeiros estudos que analisou a relação entre os dividendos e a concentração acionária no Brasil, com base na Teoria de Agência, foi o trabalho de Dalmácio e Corrar (2007). Com dados de 438 empresas no período de 1998 a 2005, foi testado por meio de dois modelos se a concentração acionária influencia a distribuição de dividendos. Para a amostra, foi verificado que 64,18% do capital pertence a um único acionista. Os resultados do modelo que utilizou dividendos por ação mostram que a variação de uma unidade na concentração acionária provoca o aumento de 0,021734 nos dividendos, além desse valor ser estatisticamente significativo. Entretanto, para o segundo modelo, foi observada uma variação negativa e significativa do *payout* no valor de -0,659473 (DALMÁCIO, ZÓBOLI e CORRAR, 2007).

Holanda e Coelho (2012), por exemplo, analisaram os dados de 401 empresas brasileiras referentes a dois períodos, 1998/2005 e 2006/2010. Os resultados encontrados mostram que a porcentagem de ações possuídas pelo maior acionista, impacta de maneira positiva e significativa o nível de *payout* das firmas da amostra. Entretanto, não foi observado o mesmo comportamento considerando a adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa. Conforme os resultados, a adesão aos níveis de governança corporativa possui relação negativa e significativa com o indicador de *payout*. Especificamente, os coeficientes encontrados por meio da regressão *Tobit* foram 0,003 e -0,099, para o percentual de ações do

maior acionista e para a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, respectivamente (HOLANDA e COELHO, 2012).

Já a relação entre os níveis de governança corporativa e regularidade do pagamento de dividendos, foi estudada por Bachmann, Azevedo e Clemente (2012), os quais investigaram as companhias de capital aberto listadas na B3. Por meio dos testes de correlação de *Pearson*, os resultados obtidos mostraram que o enquadramento nos níveis de governança corporativa possui relação inversa com a regularidade do pagamento de dividendos, exceto para o nível tradicional. Entretanto, para mensurar a governança corporativa foi considerado 1 ponto para o enquadramento no Nível 1, 2 pontos para o Nível 2 e 3 pontos para o Novo Mercado. Fato esse que poderia gerar o problema de ponderação arbitrária, ao assumir que as diferenças entre os níveis são da mesma magnitude (FÁVERO, 2015).

Marques *et al.* (2015) também investigaram a relação entre os níveis de governança corporativa e a política de dividendos no Brasil. Entretanto, considerando apenas uma amostra com 39 empresas enquadradas nos segmentos de listagem Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, referente ao período entre 2008 e 2013. Contudo, mais uma vez foi observado a utilização de variável *dummy* com valores 0, 1 e 2, para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente. Conforme os resultados expostos, encontrou-se uma correlação negativa entre o índice de *payout* e o aumento no nível de governança corporativa (MARQUES, ALVES, *et al.*, 2015).

Forti, Peixoto e Alves (2015), testaram dois modelos para analisar, entre outros fatores, a influência dos conflitos de agência e da governança corporativa sobre os dividendos. Duas variáveis foram operacionalizadas para medir os conflitos de agência. A primeira identificou a existência de controlador majoritário. A segunda, identificou se o *Chef Executive Officer* (CEO) e o Presidente do Conselho de Administração eram a mesma pessoa. Com relação a governança corporativa, foram criadas cinco variáveis *dummy* para capturar as diferenças entre cada seguimento. Os resultados mostram que os coeficientes das variáveis para conflitos de agência foram significativamente positivos, mostrando, por exemplo, que na presença de um acionista majoritário haverá maior distribuição de dividendos. Com relação a governança corporativa, apenas as variáveis para o Nível 1 e Nível 2 foram significativas, entretanto, a primeira com um coeficiente positivo, e a segunda, negativo (MARQUES, ALVES, *et al.*, 2015).

Crisóstomo e Brandão (2016) discutiram o efeito da concentração de propriedade sobre a política de dividendos das empresas brasileiras. A metodologia empregada para o estudo foi a estimação pelo método generalizado de momentos (GMM), para um painel balanceado com informações de 254 empresas de capital aberto durante o período de 1996-2012. Com base nas análises, os resultados obtidos mostraram que a concentração acionária afeta negativamente

a distribuição de dividendos. Ainda, os coeficientes da variável utilizada para *dummy* para capturar a presença de um acionista majoritário foram -1,487, para o modelo de ajuste parcial, e -2,365, para o modelo de *Waud*, ambos significativos a 1%. O que permitiu validar a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários em benefício dos acionistas controladores.

De maneira semelhante aos problemas de agência entre acionistas e gestores, a concentração de propriedade e a governança corporativa parecem ter um papel relevante na determinação da política de dividendos no Brasil (HOLANDA e COELHO, 2012; CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016), contudo os resultados não apresentam conformidade. Com relação à concentração acionária, alguns estudos observaram que o efeito sobre os dividendos é positivo (HOLANDA e COELHO, 2012; FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015), outros negativo (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016), e outro estudo encontrou ambos efeitos (DALMÁCIO e CORRAR, 2007). Entretanto, a maioria dos estudos anteriores encontrou um efeito negativo da melhora da governança corporativa sobre os dividendos (HOLANDA e COELHO, 2012; BACKMANN, AZEVEDO e CLEMENTE, 2012; MARQUES, ALVES, *et al.*, 2015), e outro estudo encontrou diferentes efeitos para os diferentes seguimentos de governança (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015).

Entretanto, é fundamental destacar que apesar de os resultados dos estudos anteriores serem divergentes sobre a relação dos dividendos com a governança corporativa e a concentração de propriedade, também não há um consenso com relação à métrica utilizada para mensurar os dividendos. O indicador de *payout*, por exemplo, foi usado em apenas metade dos principais trabalhos feitos no Brasil (DALMÁCIO e CORRAR, 2007; HOLANDA e COELHO, 2012; MARQUES, ALVES, *et al.*, 2015). Outras métricas para os dividendos como variável dependente foram: os dividendos por ação (DALMÁCIO e CORRAR, 2007); o coeficiente de variação dos dividendos (BACHMANN, AZEVEDO e CLEMENTE, 2012); os dividendos divididos pelo ativo total (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015); e a variação nos dividendos de um período para o outro (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016). O Quadro 2 sintetiza as diversas formas de mensurar os dividendos por trabalho e ainda expõe o sinal da reação entre os dividendos e a contração acionária e os dividendos e a governança corporativa.

Quadro 2 – Principais resultados sobre os dividendos no Brasil

Variável Dependente	Payout	Dividendos por ação	Dividendos pelo ativo	Variação nos dividendos
Variável Independente	Concentração de Propriedade			
Dalmácio e Corrar (2007)	Negativa	Positiva		
Holanda e Coelho (2012)	Positiva			
Forti, Peixoto e Alves (2015)			Positiva	
Crisóstomo e Brandão (2016)				Negativa
Variável Independente	Governança Corporativa			
Holanda e Coelho (2012)	Negativa			
Bachman, Azevedo e Clemente (2012)				Negativa
Marques et al. (2015)	Negativa			
Forti, Peixoto e Alves (2015) ³				Positiva (N.1) Negativa (N.2)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Do ponto de vista legal, as características presentes no mercado brasileiro também tornam a política de dividendos local diferente do resto do mundo. Com efeito, é possível observar estudos mundiais ou continentais que excluam o Brasil da amostra de pesquisa (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, *et al.*, 2000). Contudo, essas diferenças são apresentadas pelas pesquisas locais de maneira sucinta e, algumas vezes, de maneira equivocada. Por exemplo, algumas dessas pesquisas citam apenas o dividendo obrigatório de 25% do lucro líquido ajustado (BERNARDO e IKEDA, 2013) ou o dividendos obrigatório de 25% do lucro líquido quando o estatuto for omissivo sobre a norma sobre dividendos (FONTELES, PEIXOTO JÚNIOR, *et al.*, 2012; BRUGNI, SARLO NETO, *et al.*, 2012). Em contrapartida, Mota (2007) apresenta todas as nuances da Lei relacionada aos dividendos. Diante desse cenário, é importante esclarecer o que determina a Lei com relação aos dividendos.

A Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com alterações por meio da Lei nº 10.303 de 2001, determina como deve ser feita a distribuição de dividendos. No Capítulo XVI e seção III da Lei 6.404/76 são apresentados, do Art. 201 ao Art. 205, os seguintes temas relacionados aos dividendos: Origem; Dividendo Obrigatório; Dividendos de Ações Preferenciais; Dividendos Intermediários; e Pagamento de Dividendos.

Quanto à origem, os dividendos, de acordo com o Art. 201, poderão somente ser pagos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros. Também poderão ser pagos dividendos à conta de reserva de capital, no caso de ações preferenciais. Outro ponto de destaque refere-se à responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, quando da distribuição de dividendos com inobservância ao Art. 201.

³ Os autores encontraram uma relação positiva e significativa entre a variação nos dividendos e o enquadramento no segmento de governança corporativa Nível 1. Também, encontraram uma relação negativa e significativa entre a variação nos dividendos e o enquadramento no segmento de governança corporativa Nível 2.

Seguindo a ordem apresentada na Lei, o Art. 202 apresenta a subseção sobre o dividendo obrigatório, assunto que muitas vezes não é discutido de maneira completa nas pesquisas. Entende-se como dividendo obrigatório a parcela dos lucros estabelecida no estatuto da empresa que os acionistas têm direito a receber em cada exercício social. Logo, o estatuto da empresa é soberano à Lei ao decidir a parcela de lucro a distribuir. Vale destacar que o estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro, do capital social ou por outros critérios. Contudo, caso outros critérios sejam utilizados, esses devem ser regulados com precisão e minúcia e não podem criar condições desfavoráveis aos acionistas minoritários.

A Lei também trata da situação na qual o estatuto seja omissivo sobre o tema, apresentando normas que estabelecem como proceder com a distribuição de dividendos. Com relação a essas normas, o dividendo distribuído deve corresponder à metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido das importâncias destinadas à constituição de reserva legal e de reserva para contingência. Contudo, quando o estatuto for omissivo sobre os dividendos e houver interesse da empresa em alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo mínimo obrigatório deverá ser igual ou superior a 25% do lucro líquido ajustados pelas reservas citadas anteriormente.

A síntese da Lei é que os dividendos são estabelecidos pelo estatuto. Caso o estatuto seja omissivo, a empresa deve distribuir metade do lucro líquido ajustado. E considerando uma eventual alteração no estatuto para inclusão da matéria, a empresa deverá observar a distribuição mínima de 25% do lucro líquido ajustado.

No Brasil, além das normas apresentadas com relação à regulação da distribuição de dividendos, as empresas de capital aberto podem aderir, voluntariamente, às regras estabelecidas pela B3 (2017). Os Seguintos Especiais de Listagem de Ações da B3 têm o objetivo de proporcionar um maior alinhamento de interesses entre acionistas e gestores das empresas brasileiras de capital aberto. Esses seguintes - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – foram criados no momento em que a bolsa de valores percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas. Assim, esses seguintes prezam por rígidas regras de governança corporativa (B3, 2017).

Segundo Ross (2015), pelo fato dessas regras irem além das obrigações determinadas pela Lei nº 6.404/76, elas permitem uma melhor avaliação das companhias que as aderem. Com tal característica, o risco ao investidor interessado nas ações das companhias é reduzido por meio de direitos e garantias asseguradas. E a divulgação de informações mais completas reduz

a assimetria de informação entre os acionistas e gestores, acionistas controladores e não controladores, acionistas majoritários e minoritários e outros participantes do mercado.

As principais diferenças entre cada segmento de listagem são com relação às características das ações emitidas, distribuições públicas de ações, composição do conselho de administração, vedação à acumulação de cargos e divulgação de informações adicionais. Por exemplo, empresas que fazem parte do Novo Mercado devem, entre outros critérios: ter o capital composto somente por ações ordinárias com direito a voto; o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, e todos os conselheiros devem ter no máximo dois anos; e a companhia também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação no mercado (*free float*) (B3, 2017).

A hierarquia dos seguimentos de governança corporativa, observados os seguimentos das empresas da amostra, segue a seguinte ordem: Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Operacionalmente, uma das características necessárias para que uma empresa mude de um segmento para outro é ter, adicionalmente: 25% das ações em circulação – Tradicional para o Nível 1; conselho de administração com no mínimo 5 membros, dos quais 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos – Nível 1 para o Nível 2; possuir somente ações ordinárias – Nível 2 para Novo Mercado. O Quadro 3 reproduz na íntegra todas as determinações necessárias para as entidades se enquadrarem nos seguimentos: Bovespa Mais; Bovespa Mais Nível 2; Novo Mercado; Nível 2; Nível 1; Básico.

Quadro 3.A – Seguiremos especiais de listagem da B3

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem	25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Não há regra	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra

Fonte: B3 (2017).

Quadro 3.B – Seguintos especiais de listagem da B3.

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Obrigação do conselho de administração	Não há regra	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliário	Política de negociação de valores mobiliário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econ�mico	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório

Fonte: B3 (2017).

No mercado brasileiro também existe outra organização para desenvolvimento das práticas de governança corporativa. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é uma organização sem fins lucrativos cuja causa é contribuir para o desenvolvimento das melhores práticas de Governança Corporativa. Assim, de acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (CMPGC) do IBGC (2015), a governança corporativa é definida como um “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. E os princípios básicos da governança corporativa são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

O CMPGC também faz referência sobre a importância do conselho de administração da empresa, cuja missão, além de proteger e valorizar a organização, é buscar equilíbrio entre os anseios das partes interessadas. Assim, com relação aos dividendos, é reconhecida a importância de uma política que respeite as características econômico-financeiras da empresa, e que seja do conhecimento de todos os interessados, sócios e investidores.

3. METODOLOGIA

Considerando a extensa literatura sobre o tema dividendos e o elevado nível de conhecimento existente sobre esse assunto, esse trabalho utiliza uma variável dependente não explorada no Brasil como forma de contribuir com novas evidências com relação aos dividendos, a propriedade e a governança corporativa. Também, utilizou-se uma forma mais criteriosa para construir a variável dividendos, por meio da coleta manual dos proventos distribuídos por ação em cada evento e posteriormente multiplicando esse valor pela quantidade de ações na data desse evento. Assim, esse trabalho tem o objetivo de responder a seguinte pergunta: **como a concentração de propriedade e a governança corporativa afetam a política dividendos das empresas brasileiras de capital aberto?** Para responder essa questão, a variável dependente utilizada para mensurar os dividendos representa o valor total de dividendos distribuído pela empresa i no ano t , dividido pelo patrimônio líquido no ano $t-1$.

Logo, diante dessa questão, a análise de regressão múltipla, cujo objetivo principal é proporcionar condições para avaliar o comportamento de uma variável dependente com base no comportamento de variáveis independentes (FÁVERO, 2015), é a ferramenta utilizada nesse trabalho para testar as hipóteses desenvolvidas. Contudo, apesar desse estudo utilizar métodos econométricos, é importante destacar que os modelos desenvolvidos foram definidos com base nas teorias dos dividendos e de agência (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

As fontes econométricas utilizadas para construção e desenvolvimento dessa seção foram Hair et al. (2009), Gujarati & Porter (2011), Fávero (2014; 2015), Sweeney et al. (2015) e Wooldridge (WOOLDRIDGE, 2016). A presente seção está dividida em três partes. A primeira parte apresenta os dados de pesquisa. A segunda subseção apresenta a construção das variáveis, o embasamento teórico que justifica a inclusão de cada uma no modelo econométrico e qual o impacto esperado de cada uma sobre a variável dependente. Finalmente, é apresentado o modelo de regressão linear múltipla proposto.

3.1. Dados utilizados na pesquisa

Para atingir aos objetivos desse trabalho, os dados utilizados são referentes às informações financeiras, econômicas e relativas à propriedade e governança de uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto. Essas informações foram obtidas por meio da base de dados Economática® e do *site* da B3 (2017). A partir do universo de empresas com informações disponíveis foram selecionadas aquelas que apresentavam as seguintes características: (a) ter

ativo total maior que 100 milhões de reais, (b) ter patrimônio líquido positivo, (c) não ser do setor financeiro, e (d) ter lucro líquido positivo em ao menos um período dentro do intervalo analisado.

Por meio dos critérios de seleção estabelecidos, foi obtido uma amostra com 171 empresas durante o período entre os anos 2008 e 2017, resultando em 1.638 observações. Vale destacar que algumas empresas não possuíam informações em todos os períodos analisados, o que significa que o total de observações não era igual ao número de empresas multiplicado pelo número de períodos. Logo, os dados utilizados nessa pesquisa constituem um painel não balanceado (FÁVERO, 2015).

Após a coleta de dados foi feito um procedimento para identificar os *outliers*, que são observações com valores extremos, que podem enviesar os resultados. De acordo com Wooldridge (2016) essas observações podem afetar as estimativas do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), já que esses são suscetíveis a observações extremas. Entretanto, Hair *et al* (2009) recomenda cautela quanto à exclusão de dados e afirma que essas observações devem ser mantidas, a não ser que seja evidente que elas estejam fora do normal e que não sejam representativas na população. Afinal, ao manter essas informações seria possível garantir maior generalidade dos resultados à população como um todo (HAIR JR, BLACK, *et al.*, 2009).

De acordo com Sweeney, Williams e Anderson (2015) os valores padronizados permitem a identificação dos *outliers* em um conjunto de dados. Esses valores padronizados são obtidos por meio do cálculo do score-z, que representa a informação da variável x_i , menos a média do conjunto de observações para aquela variável e dividido pelo desvio padrão. Seguindo essa lógica, seria tratado como um *outlier* qualquer valor com um score-z menor ou maior que 3. Dessa maneira, foi possível comparar os intervalos entre os valores mínimos e a primeira observação menor que -3 score-z e, também, os valores entre a primeira observação maior que +3 score-z e o valor máximo. A Tabela 1 apresenta os resultados da identificação dos *outliers* por meio do cálculo do score-z.

Conforme a Tabela 1, a variável *proxy Div* representa aquela com maior número de *outliers*, com um total de 28 observações com valores extremos. Já a variável *Ativo*, que representa o logaritmo natural do ativo total, foi a variável com menor número de *outliers*, com apenas 7 observações. A variável *Acio*, que representa o percentual de ações possuídas pelo maior acionista, não apresentou nenhum valor extremo, portanto, não foi incluída na Tabela 1. Dentre o total de 1.638 observações, foram identificados 62 *outliers*. Assim, essas observações foram excluídas. Porém, é importante destacar que essa ação removeu apenas 3,78% das observações do conjunto de dados.

Tabela 1 – Identificação de *outliers*

Variável	<i>Div.PL</i>	<i>EBTD</i>	<i>ROA</i>	<i>LnA</i>
Mínimo	0	-0.563455937	-79.13014448	11.19402789
-3 score-z	N.A.	-0.485896127	-17.32920141	N.A.
+ 3 score-z	0.421981072	0.786603842	26.82915383	20.06928168
Máximo	2.367777795	3.392255313	45.9140222	20.61805531
Nº Outliers	28	11	16	7

Div.PL é a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t-1*. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado por meio da divisão pelo ativo total. *ROA* represente o retorno sobre o ativo total. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total. N.A.: Não aplicável.

Fonte – Elaborado pelo autor.

A amostra final utilizada nesse trabalho é composta por informações financeiras, de propriedade e de governança corporativa de 171 empresas brasileiras com ações negociadas na B3. Essas informações são referentes ao período entre os anos de 2008 e 2017. Com esses dados, formou-se um painel não balanceado com 1.576 observações. A seção seguinte apresenta e discute a construção das variáveis utilizadas na pesquisa.

3.2. Construção das variáveis

Ao longo das últimas décadas inúmeras pesquisas avançaram o conhecimento sobre os dividendos ao redor do mundo (BOOTH e ZHOU, 2017). Em meio à essas pesquisas, muitas apresentaram respostas empíricas sobre os fatores que afetam a política de dividendos, especialmente aqueles relacionados à governança corporativa (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010; AFZA e MIRZA, 2010; HARADA e NGUYEN, 2011; JIRAPORN, KIM e KIM, 2011; YARRAM, 2015; BENAVIDES, BERGGRUN e PERAFAN, 2016; CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016). Por meio da análise desses resultados empíricos para os dividendos, é possível identificar a utilização de algumas variáveis dependentes em comum. No Brasil, por exemplo, alguns dos indicadores usados como variáveis dependentes foram o *payout* (DALMÁCIO e CORRAR, 2007), os dividendos pelo ativo (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015), e a variação nos dividendos (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016).

O *payout* é o principal indicador para os dividendos em finanças corporativas, por aferir o nível de dividendos distribuídos em relação ao lucro. Como observado no Quadro 4, o *payout* é uma das principais *proxys* utilizadas para representar os dividendos empiricamente. Contudo, outras formas de medir os dividendos foram por meio de *proxys* para os dividendos por ação – *Dividend Yield*, ou os dividendos pelo valor do ativo total, ou apenas o valor absoluto dos

dividendos, como variável dependente. Contudo, alguns problemas podem surgir devido a algumas dessas maneiras de quantificar os dividendos (HARADA e NGUYEN, 2011).

Quadro 4 – Variáveis dependentes para dividendos

Variável Dependente	Autor(es)
<i>Payout</i>	Farinha (2003), Mitton (2004), John and Knyazeva (2006), Dalmácio e Corrar (2007), Adjaoud e Ben Amar (2010) Lahiri (2018)
<i>Dividends Yield</i>	Dalmácio e Corrar (2007); Kumar (2006); Bachmann, Azevedo e Clemente (2012); Thanatawee (2014); Chang <i>et al.</i> (2016)
Dividendos sobre o ativo total	Afza e Mirza (2010) e Gonzales <i>et al.</i> (2017).
Dividendos sobre o valor de mercado	Brugni <i>et al.</i> (2012), Chang Kang e Li (2016)
Dummy (1 = distribuição dividendos)	Chang, Kang e Li (2016) Lin <i>et al.</i> (2017)
Dividendos totais	Khan (2006)
Variações na distribuição de dividendos	Crisóstomo e Brandão (2016)
Dividendos sobre o lucro operacional	Harada e Nguyen (2011)
Dividendos sobre o lucro líquido	Chang, Kang e Li (2016)
Dividendos sobre o EBITDA	Chang, Kang e Li (2016)
Dividendos sobre as vendas	Gonzales <i>et al.</i> (2017)
Dividendos sobre o patrimônio líquido	Harada e Nguyen (2011) e Gonzales <i>et al.</i> (2017)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quando se divide os dividendos distribuídos em um período pelo lucro do respectivo período, se está considerando um divisor que não é fixo e nem constante. Com efeito, um quociente estável, por exemplo, um *payout* de 0,30, não garantiria o mesmo valor monetário dos dividendos em diferentes períodos. Logo, como a literatura mostra que os gestores são relutantes em reduzir o valor dos dividendos (LINTNER, 1956), o quociente dessa divisão poderá resultar em um índice muito elevado, ou até mesmo negativo, em caso de prejuízo.

Seguindo esse raciocínio, seria possível argumentar que os dividendos sobre o ativo total poderiam resultar em um índice com alguma variabilidade. Já os dividendos sobre o preço das ações poderiam refletir um índice com alta variabilidade. Contudo, outros fatores poderiam ser colocados para reforçar a deficiência desses dois índices. Primeiro, o ativo de uma empresa pode aumentar sem que isso reflita um aumento genuíno na riqueza líquida, por exemplo, por meio da aquisição simultânea a um passivo. Em segundo lugar, os dividendos são pagos com base no lucro contábil, o qual é mensurado de acordo com normas contábeis que regem a mensuração das receitas, despesas, depreciação etc. Todavia, o preço da ação é determinado não só por esses fatores, internos à empresa, mas, também, por outros fatores externos.

Para esse estudo, considerando uma variável pouco explorada na literatura sobre o assunto (HARADA e NGUYEN, 2011; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017), os dividendos foram transformados em um índice que poderia refletir, do ponto de vista contábil, quanto se

está distribuindo aos acionistas em relação ao valor líquido dos ativos. Diante disso, o fenômeno em estudo nesse trabalho, é representado pela variável *proxy* descrita na equação (1), em que *Div.PL* representa a somatória do total de dividendos distribuídos no ano *t*, dividido pelo patrimônio líquido no final do ano *t-1*.

$$\bullet \quad \textbf{Div.PL} = \frac{\sum Div_t}{PL_{t-1}} \quad (1)$$

A informação sobre o total de dividendos distribuídos por ano foi manualmente construída a partir das informações disponibilizadas no bando de dados Economática®. Para isso, foram obtidas as informações sobre os dividendos pagos por ação e a quantidade de ações *outstanding* – ações em circulação, ordinárias e preferenciais.

Como primeira variável explicativa e, também, como variável de interesse utilizada nesse trabalho, a *proxy Acio* representa o percentual de ações possuídas pelo primeiro maior acionista (DALMÁCIO e CORRAR, 2007; HOLANDA e COELHO, 2012). Outros estudos anteriores também utilizaram uma variável semelhante a essa. Por exemplo, foi verificada a utilização de uma variável *dummy* para presença de um acionista controlador no trabalho de Forti, Peixoto e Alves (2015). A justificativa ao uso dessa nova variável é capturar a propriedade total possuída pelo maior acionista.

Conforme discutido anteriormente, os segmentos especiais de listagem da B3 representam as regras de governança corporativa que vão além das obrigações legais das companhias abertas. Com efeito, essas regras de governança visam assegurar os direitos dos acionistas, melhoram a divulgação de informações ao mercado e proporcionar uma redução da assimetria informacional (B3, 2017). Para a amostra utilizada nesse trabalho, foi verificado que as empresas se enquadraram nos segmentos: Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional.

Considerando ainda a análise dos seguimentos de governança corporativa feita na seção anterior, esse trabalho diferencia as empresas com melhores políticas de governança dado o enquadramento no Novo Mercado. Isso se justifica pois, conforme a Tabela 2, o maior número de observações da amostra é referente ao Novo Mercado, segmento mais rígido em relação ao Tradicional, Nível 1 e Nível 2. E ainda, o segundo maior segmento em relação à quantidade de empresas enquadradas é o Tradicional, o qual possui as regras mais básicas de governança. Logo, esse trabalho utiliza uma variável do tipo *dummy* em que 1 representa o enquadramento no Novo Mercado, e 0 o enquadramento nos demais segmentos.

Tabela 2 – Observações por segmento de listagem

Segmento de Listagem	Observações	Frequência Relativa	Frequência Acumulada
Novo Mercado	726	46.1%	46,0%
Tradicional	577	36.6%	82.7%
Nível 1	196	12.4%	95.1%
Nível 2	75	4.8%	99.9%
Bovespa Mais	3	0.2%	100.0%
Total	1.576	100%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação as variáveis de controle, esse trabalho utiliza três variáveis para os testes multivariados. A variável de *EBTD* representa o indicador EBITDA, que tem o objetivo de capturar o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Essa variável foi mensurada observando o ano anterior à distribuição de dividendos e foi parametrizada por meio da divisão pelo o ativo total. Estudos anteriores sobre os dividendos também utilizaram essa variável de controle (HOLANDA e COELHO, 2012; LAHIRI, 2018).

A variável *ROA* representa o retorno sobre o ativo, no ano anterior à distribuição de dividendos (FARINHA, 2003; KUMAR, 2006; THANATAWEE, 2014; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017). Por último, a variável *LnA* representa o logaritmo natural do ativo total no ano anterior a distribuição de dividendos. O objetivo dessa variável é considerar o efeito do tamanho da empresa nos resultados obtidos. O logaritmo natural dos ativos totais é uma variável que foi extensamente explorada em pesquisas anteriores (ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010; THANATAWEE, 2014; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017; LAHIRI, 2018).

O Quadro 4 apresenta de forma resumida as variáveis utilizadas nesse trabalho, divididas entre variável dependente, variáveis independentes e variáveis de controle. Também, é informado o sinal esperado do coeficiente de cada uma dessas variáveis com base nos estudos anteriores.

Quadro 5 – Variáveis utilizadas

Variável	Descrição	Sinal Esperado
Variável Dependente		
<i>Div</i>	Dividendos e JSCP (<i>t</i>) / Patrimônio Líquido final (<i>t</i> – 1)	
Variáveis Independentes		
<i>Acio</i>	Proporção de ações possuídas pelo maior acionista	+
<i>Gov</i>	Variável <i>Dummy</i> para segmento Novo Mercado	+
Variáveis de Controle		
<i>EBTD</i>	EBITDA (<i>t</i> – 1)	+
<i>ROA</i>	Retorno sobre o ativo (<i>t</i> – 1)	+
<i>LnA</i>	Logaritmo natural do ativo total (<i>t</i> – 1)	+

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3. Modelos de regressão

Para responder à questão de pesquisa desse trabalho foi necessário utilizar dados de diferentes empresas, além disso, os dados foram levantados considerando diferentes períodos para cada empresa em análise. De acordo com Wooldridge (2016) essas são as características dos dados em painel, que consiste em uma série temporal para cada unidade do corte transversal do conjunto de dados. Logo, é possível analisar as diferenças relativas ao fenômeno em estudo entre as empresas em cada *cross-section* e a evolução temporal desse mesmo fenômeno para as mesmas empresas. E considerando que o fenômeno de estudo é representado por uma variável métrica quantitativa, é possível estimá-lo por meio dos modelos lineares de regressão para dados em painel (FÁVERO, 2015). O modelo de regressão é apresentado na Equação (2).

$$Div.PL_{it} = \alpha + \beta_1.Acio_{1it} + \beta_2.Gov_{2it} + \beta_3.EBTD_{3it} + \beta_4.ROA_{4it} + \beta_5.LnA_{5it} + \mu_{it} \quad (2)$$

- **Div.PL**: variável *proxy* que representa o valor total dos dividendos pagos no ano i dividido pelo valor do patrimônio líquido no ano $i-1$. O valor total dos dividendos foi obtido por meio da soma do valor dos dividendos pagos por ação multiplicado pelo total de ações *outstanding* na data do pagamento.
- **Acio**: representa o percentual de propriedade possuída pelo primeiro maior acionista no ano i .
- **Gov**: representa a variável tipo *dummy* para presença da empresa no segmento especial de listagem Novo Mercado no ano i , sendo 1 = enquadramento no Novo Mercado e 0 = enquadramento em outro nível.
- **EBTD**: representa o indicador de EBITDA da empresa no ano $i-1$, parametrizado pelo ativo total.
- **ROA**: variável *proxy* que representa o retorno sobre o ativo total da empresa no ano $i-1$.
- **LnA**: variável que representa o logaritmo natural do ativo total no ano $i-1$.

A próxima seção apresenta e discute os resultados das regressões por meio das estimações por *pooled ordinary least squares* (POLS), efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para reforçar a adequabilidade da variável *Div.PL*, também são apresentados os resultados alterando para a variável dividendo *payout*, mantendo os dados para as variáveis independentes.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

A seguir são apresentados os resultados dos testes estatísticos multivariados. Devido à natureza da análise foi necessário dividir a presente seção. Assim, primeiro são apresentados e discutidos as estatísticas descritivas e os testes que validam os pressupostos da análise de regressão múltipla. Em seguida, são mostrados os resultados para os modelos de regressão POLS, por efeitos fixos com erros-padrão robusto com agrupamento por empresa e por efeitos aleatórios com erros-padrão robusto com agrupamento por empresa. Finalmente, são aplicados os testes estatísticos que permitem identificar o melhor modelo de acordo com a natureza dos dados.

4.1. Estatísticas descritivas e validação dos pressupostos estatísticos

Os procedimentos estatísticos utilizados nesse trabalho foram feitos por meio do *software* Stata SE versão 12. As estatísticas descritivas dos dados amostrais são apresentadas na Tabela 3. De acordo com a Tabela 3 são apresentadas as medidas de posição relativas à média, percentis, amplitude, mínimo e máximo. Também, são apresentadas as estatísticas referentes às medidas de variabilidade por meio de desvio padrão, da assimetria e curtose.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas

	<i>Div</i>	<i>Acio</i>	<i>EBTD</i>	<i>ROA</i>	<i>LnA</i>
Média	0.0600697	48.10093	0.1064343	4.813622	14.95675
25 %	0.0051422	26.78861	0.0584906	1.341895	13.78247
50%	0.0323498	47.58225	0.1015562	4.514832	14.94781
75%	0.077064	62.94875	0.1522177	8.163785	16.01474
Amplitude	0.4185785	99.8338549	0.6441903	42.95551	8.22669
Mínimo	0	0.1387751	-0.2032309	-16.65042	11.43412
Máximo	0.4185785	99.97263	0.4409594	26.30509	19.66081
D. Padrão	0.077763	25.50293	0.766529	6.056894	1.543343
Assimetria	2.007316	0.3795215	0.2015001	0.421572	0.2944521
Curtose	7.13352	2.256061	3.833029	4.10361	2.668514
Observações	1.576	1.576	1.576	1.576	1.576

Div é a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t*-1. *Acio* é a variável que representa o percentual de ações possuídas pelo maior acionista. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado pelo ativo total, parametrizado pelo ativo total. *ROA* representa o retorno sobre o patrimônio líquido. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total.

Fonte – Elaborado pelo autor.

A Tabela 4 mostra o número de empresas que distribuíram e não distribuíram dividendos ao longo do período analisado. Também, são apresentadas os totais de dividendos distribuídos no período em relação ao patrimônio líquido do ano anterior.

Tabela 4 – Distribuição de dividendos

Ano	Empresas	Distribuiu	Não distribuiu	Dividendos sobre o PL
2008	146	117	29	0.0737
2009	149	117	32	0.0855
2010	150	130	20	0.0911
2011	157	127	30	0.0858
2012	160	128	32	0.0722
2013	163	131	32	0.0722
2014	163	135	28	0.0804
2015	167	132	35	0.0683
2016	165	117	48	0.0659
2017	162	108	54	0.0527

Fonte – Elaborado pelo autor.

Conforme a análise dos dados, é possível observar, no período analisado, que em média 79,85% das empresas distribuíram dividendos. Resultados recentes mostram que um percentual menor de empresas distribui dividendos ao redor do mundo. Na China, por exemplo, Lin, Chen e Tsai (2017) mostraram que 67,9% distribuíram dividendos entre os anos de 2003 e 2012.

Por sua vez, a Tabela 5 apresenta o percentual de ações possuídas pelo primeiro maior acionista ao longo do intervalo de tempo analisado.

Tabela 5 – Percentual de ações possuído pelo maior acionista

Ano	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
2009	50.36030938	50.9581741	24.91088014	8.253458656	99.8042574
2010	48.80707988	50.48280643	24.79934054	0.138927649	99.57746362
2011	48.30264311	49.99999992	24.85058221	0.138775138	99.97097332
2012	46.666435	46.88628349	24.54250035	5.070704062	99.9726309
2013	46.57343954	46.52443596	25.19388869	5.162217871	99.9726309
2014	46.47044487	46.02414489	25.38489236	3.418523945	99.9726309
2015	47.23690804	46.59742294	25.82644811	5.386954803	99.9726309
2016	47.61388217	46.88628349	26.34888588	5.061904545	99.9726309
2017	47.95428388	49.21395456	27.00401206	5.151323536	99.9726309

Fonte – Elaborado pelo autor.

Conforme a média das observações por período é possível verificar uma redução do percentual médio de controle possuído pelo maior acionista, de 50,36% em 2009 para 47,95% em 2017. Entretanto, Carvalhal (2004) mostrou que no ano de 2000 o maior acionista das

empresas brasileiras possuía, em média, 56% da propriedade das ações. Logo, verifica-se que a concentração de propriedade no Brasil vem diminuindo com o tempo.

Após a apresentação das estatísticas descritivas, o segundo passo é a validação dos pressupostos do modelo de regressão. O primeiro pressuposto do modelo de regressão tem como hipótese nula o fato dos resíduos apresentarem uma distribuição normal. O contrário, como hipótese alternativa, é a situação na qual os resíduos apresentam uma distribuição diferente da normal. Uma violação desse pressuposto, poderia gerar Valor-P dos testes t e do teste F não válidos. De acordo com Fávero (2015, p. 45), “a não aderência à normalidade dos termos de erro pode indicar que o modelo foi especificado incorretamente quanto à forma funcional e que houve a omissão de variáveis explicativas relevantes”. Para verificar a validade desse argumento dois testes podem ser empregados: Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia.

A diferença entre os testes Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia é que o primeiro é indicado para pequenas amostras, enquanto o segundo é utilizado para grandes amostras. Considerando o tamanho da amostra utilizada nesse trabalho, o teste Shapiro-Francia foi empregado para verificar se os resíduos da amostra apresentam uma distribuição normal. A Tabela 6 apresenta os resultados do teste Shapiro-Francia.

Tabela 6 – Teste Shapiro-Francia

Observações	W'	V'	z	Prob>z
1576	0.87196	129.401	11.472	0.00001

Fonte – Elaborado pelo autor

Os resultados do teste Shapiro-Francia invalidam a hipótese de distribuição normal dos resíduos. Entretanto, de acordo com Wooldridge (2012) a utilização de grandes amostras pode minimizar os problemas da violação desse pressuposto, dada às propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por mínimos quadrados ordinários.

O segundo pressuposto diz respeito ao fato de não existir correlação elevada entre as variáveis e, também, haver mais observações do que variáveis explicativas (FÁVERO, 2015). Desse pressuposto surge o chamado problema da multicolinearidade, que concerne com o fato de existir correlação elevada entre as variáveis acrescentadas no modelo.

De acordo com Fávero (2015) o primeiro passo para diagnosticar a existência de multicolinearidade em uma amostra é por meio da matriz de correlação simples. A Tabela 7 apresenta a matriz de correlação das variáveis analisadas nesta pesquisa.

Tabela 7 – Matriz de Correlação

Variáveis	<i>Div</i>	<i>Acio</i>	<i>EBTD</i>	<i>ROA</i>	<i>LnA</i>
<i>Div</i>	1.0000				
<i>Acio</i>	0.0701***	1.0000			
<i>EBTD</i>	0.5295***	-0.0153	1.0000		
<i>ROA</i>	0.5324***	-0.0152	0.7171***	1.0000	
<i>LnA</i>	0.0844***	-0.0126	0.0559**	-0.0641**	1.0000

Div é a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t-1*. *Acio* é a variável que representa o percentual de ações possuídas pelo maior acionista. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado pelo ativo total. *ROA* representa o retorno sobre o patrimônio líquido. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total.

Fonte – Elaborado pelo autor.

Esse tipo de análise permite verificar a ocorrência de possíveis correções entre cada variável independente. Assim, por meio da Tabela 7, é possível verificar que existe uma alta correlação positiva e significativa apenas entre as variáveis *ROA* e *EBTD*. Dessa forma, havendo correlação entre duas variáveis independentes, é importante realizar testes adicionais para validar o pressuposto de que não há correlações elevadas entre as variáveis explicativas. Afinal, apesar de haver indícios de apenas uma correlação entre as variáveis, a matriz de correlação simples não permite identificar possíveis correlações existentes entre mais de duas variáveis simultaneamente (FÁVERO, 2015).

Como segundo teste para verificar a existência de multicolinearidade na amostra, a estatística *Variance Inflation Factor* (VIF). Segundo Gujarati e Porter (2011) a estatística VIF é utilizada como indicador de multicolinearidade. Assim, quanto maior o valor desse indicador, mais colinear será a variável. Ainda, Gujarati e Porter (2011) mostram que se o VIF de uma variável for maior que 10, essa variável será considerada como altamente colinear. Os resultados da estatística VIF são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 – Estatística VIF

Variável	VIF	1/VIF
<i>ROA</i>	2.11	0.474628
<i>EBTD</i>	2.10	0.475315
<i>Gov</i>	1.29	0.772724
<i>Acio</i>	1.29	0.774373
<i>LnA</i>	1.03	0.974247
Média VIF	1.59	

Fonte – Elaborado pelo autor

Com base nos resultados da estatística VIF para cada variável e do VIF médio, é possível afirmar que os dados não apresentam problemas de multicolinearidade. Assim, o próximo pressuposto do modelo de regressão é verificar se os resíduos não apresentam correlação com qualquer variável. O que resulta, caso não haja validação desse pressuposto, no problema de heterocedasticidade (FÁVERO, 2015).

Segundo Gujarati e Porter (2011), a heterocedasticidade pode ocorrer devidos às seguintes razões: (1) Dados discrepantes, ou *outliers*, os quais diferem muito em relação às outras observações da amostra; (2) a não especificação correta do modelo, devido, por exemplo, a omissão de variáveis relevantes; ou (3) ausência de simetria na distribuição de um ou mais regressores que foram incluídos no modelo.

Conforme Fávero (2014) por meio do teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg é possível a verificação da presença de heterocedasticidade. As hipóteses desse teste são as seguintes: H_0 : os resíduos são homocedásticos, e H_1 : os resíduos são heterocedástico. A Tabela 9 apresenta o resultado do Teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg para heterocedasticidade.

Tabela 9 – Teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg

Chi²	391.08
Prob > Chi²	0.0000

Fonte – Elaborado pelo autor

De acordo com os resultados é possível afirmar, conforme o p -valor de 0,0000, que os dados apresentam o problema de heterocedasticidade. A Tabela 10 apresenta o resultado do Teste de White para homoscedasticidade. Para confirmar a existência desse problema, o teste de White pode ser empregado, uma vez que possui hipóteses semelhantes ao teste Breusch-Pagan.

Tabela 10 – Teste de White

Fonte	Chi²	DF	P
Heteroscedasticidade	203.23	26	0.0000
Assimetria	99.59	6	0.0000
Curtose	24.74	1	0.0000
Total	327.56	33	0.0000

Fonte – Elaborado pelo autor

Por meio do resultado do teste de White, apresentado na Tabela 10, é possível verificar a presença de heteroscedasticidade por meio do valor-p. Assim, é importante atentar ao fato de que, mesmo os estimadores dos parâmetros não serem enviesados por esse problema, eles podem ser inefficientes. Porém, para contornar esse problema, Fávero (2015) argumenta que a utilização de erros-padrão robustos à heterocedasticidade, permite superar esse problema de pesquisa. Consequentemente, as estimações POLS, por efeitos fixos e por efeitos aleatórios serão feitas com erros-padrão robustos com agrupamento por empresas.

4.2. Resultados econométricos

Considerando que as estimações apropriadas para os dados em painel são POLS, por efeitos fixos e por efeitos aleatórios (GUJARATI e PORTER, 2011; WOOLDRIDGE, 2016), ambos com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa, é necessários determinar qual estimação é mais apropriada considerando a natureza dos dados. Para isso, os testes LM de Breusch-Pagan, F de Chow e Hausman, permitem identificar qual modelo é o mais apropriado (FÁVERO, 2014; WOOLDRIDGE, 2016). Posteriormente à análise dos resultados desses testes, são discutidos os resultados da estimação.

O teste LM de Breusch-Pagan possui como hipótese nula (H_0) o fato de que a variância entre indivíduos é igual a zero. Consequentemente, não há diferenças significantes entre as empresas. Por outro lado, a hipótese alternativa (H_1) desse teste assume que existem diferenças entre os indivíduos, nesse caso, empresas, em um determinado nível de significância. Os resultados do teste LM de Breusch-Pagan é apresentado na Tabela 11. Por meio da análise dos resultados, é possível verificar que a hipótese nula, que sugere a adoção da estimação por meio do modelo POLS, pode ser rejeitada. Logo, é possível validar a hipótese alternativa que fundamenta a escolha do modelo de painel por efeitos aleatórios.

Com o teste F de Chow, também possível verificar se o modelo POLS seria adequado para a análise de dados em painel. A hipótese nula (H_0) desse teste, aplicado aos dados em análise, é que todos os efeitos característicos das empresas da amostra sejam iguais. Em contrapartida, a hipótese alternativa (H_1) é que os efeitos individuais são diferentes de zero e a adoção do modelo por efeitos fixos é a mais adequada. Por meio da verificação dos resultados da Tabela 11 é possível verificar os resultados do teste F de Chow. Com base nos resultados

observados no teste F de Chow é valido aceitar a hipótese alternativa (H_1) que o modelo por efeitos fixos é o mais adequado.

Consequentemente, com base nos dois testes visto até o momento, é razoável aceitar que os modelos por efeito aleatório e por efeitos fixos sejam adequados. Em vista disso, o teste de Hausman permite analisar se os efeitos individuais são aleatórios ou não, o que justificaria a adoção de uma modelagem por efeitos aleatórios ou fixos, respectivamente. Especificamente, a hipótese nula (H_0) sugere que os individuais são aleatórios. Em oposição, a hipótese alternativa (H_1) sugere que os efeitos individuais são fixos. Logo, por meio dos resultados do Teste de Hausman, apresentados na Tabela 11, existem diferenças significativas que indicam que a estimação ideal para amostra é por efeitos fixos.

Tabela 11 – Teste estatístico para escolha da estimação (Div.PL)

Teste LM de Breusch-Pagan	
Chi ²	529,17***
Prob > Chi ²	0,0000
Teste F de Chow	
F (170, 1400)	6,21***
Prob > F	0,0000
Teste de Hausman	
Chi ²	71,66***
Prob > Chi ²	0,0000
Rejeição da hipótese nula: Significância dos parâmetros: 1% (***) , 5% (**) e 10% (*)	

Fonte – Elaborado pelo autor.

A regressão estimada de acordo com o modelo POLS com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa é apresentada na Tabela 12.

Tabela 12 – Resultados das regressões (*Div.PL*)

<i>Estimação</i>	POLS			Efeito Fixo (Robustos)			Efeito Aleatório (Robustos)		
	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística Z	P-Valor
Variável (Y)	<i>Div.PL</i>			<i>Div.PL</i>			<i>Div.PL</i>		
<i>Acio</i>	0,0002604	2,00**	0,047	0,0001713	0,79	0,430	0,0002863	2,00**	0,045
<i>Gov</i>	0,0015322	0,23	0,819	0,0415322	3,32***	0,001	0,013548	1,79*	0,073
<i>EBTD</i>	0,2899145	6,37***	0,000	0,1441247	3,10***	0,002	0,201987	5,06***	0,000
<i>ROA</i>	0,0042894	7,17***	0,000	0,0030305	5,17***	0,000	0,0032901	6,50***	0,000
<i>LnA</i>	0,0045756	2,65***	0,009	-0,005022	-1,38	0,171	0,0032973	1,94*	0,052
<i>Constante</i>	-0,0731043	-2,69***	0,008	0,0778857	1,31	0,193	-0,0462471	-1,63	0,102
<i>Grupos</i>	171			171			171		
<i>Observações</i>	1.576			1.576			1.576		
<i>Obs. Grupo</i>	N.A.			2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)	2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)
<i>Prob > F</i>	0,0000			0,0000			N.A.		
<i>Prob > chi2</i>	N.A.			N.A.			0,0000		
<i>R² within</i>	N.A.			0,1635			0,1544		
<i>R² between</i>	N.A.			0,2026			0,5314		
<i>R² overall</i>	0,3428			0,1892			0,3339		

Div representa a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t-1*. *Acio* é a variável que representa o percentual de ações possuídas pelo maior acionista. *GovNM* representa uma variável do tipo *dummy* que indica se a empresa está enquadrada voluntariamente no nível Novo Mercado nos segmentos de listagem da B3, assumindo 1 se a empresa está enquadrada nesse nível e 0 se não. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado pelo ativo total. *ROA* é a variável *proxy* que representa o retorno sobre o ativo total. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total. N/A: Não aplicável.

Significância dos parâmetros: 1% (***), 5% (**) e 10% (*)

Fonte – Elaborado pelo autor.

Os dados foram tratados como uma grande *cross-section*, calculados por meio do método de mínimos quadrados ordinários (MQO). Por meio da análise dos *outputs* da regressão é possível observar um indicador de R^2 de 0,35, o que significa que 34,28% da variação da variável dependente *Div* é explicada pelo modelo. Também, verifica-se a adequada significância estatística geral do modelo e de cada parâmetro. Por meio do resultado da $\text{Prob} > F$ é possível observar que o modelo geral é significativo ao nível de 1%. Igualmente, é aceitável que as variáveis *EBTD*, *LnA*, *ROA* e o termo constante são significativas ao nível de 1%. Já as variáveis *Acio* é significativa a 5%.

Com relação aos coeficientes da regressão, foi observado que todos apresentaram valores positivos, conforme o esperado. Exceto o intercepto, que apresentou valor negativo. Entretanto, os valores observados dos coeficientes das variáveis de interesse foram baixos. A saber 0,0002604 e 0,0015322, para a variável *Acio* e *Gov*, respectivamente. Com relação às variáveis de controle, o valor baixo para os coeficientes também foi observado, com exceção da variável *EBTD*, que apresentou um coeficiente de 0,2899145.

Na Tabela 12 também é apresentada a estimação por efeitos aleatórios com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa. Os *outputs* dessa estimação mostram os indicadores de R^2 *within* de 15,44%, R^2 *between* 53,14% e R^2 *overall* 33,39%. Considerando a variação geral do modelo, 33,39% da variação da variável dependente *Div* é explicada pelo modelo. Também, verifica-se a adequada significância estatística geral do modelo e de alguns parâmetros. Por meio do resultado da $\text{Prob} > \chi^2$ é possível observar que o modelo geral é significativo ao nível de 1%.

Ainda conforme a Tabela 12, na estimação por efeitos aleatórios, todas as variáveis apresentaram p-valor estatisticamente significantes, com exceção do intercepto. Também é possível observar que todas as variáveis afetam positivamente a variável dependente, mais uma vez, com exceção do intercepto. Contudo, dado que essa também não é a estimação ideal para a amostra, conforme os resultados dos testes LM de Breusch-Pagan, F de Chow e Hausman, mais discussões são deixadas para os *outputs* da regressão por efeitos fixos.

A Tabela 12 apresenta os *outputs* da regressão por efeitos fixos com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa. De acordo com os resultados, os indicadores R^2 são menores que os observados nas estimações anteriores, a saber: R^2 *within* de 16,35%, R^2 *between* 20,26% e R^2 *overall* 18,92%. A significância estatística geral do modelo validada por meio do valor do $\text{Prob} > F$ de 0,0000. Ainda, pode-se afirmar que a variável de interesse *Gov* é

significativa a 1%. Também, que as variáveis de controle *EBTD* e *ROA* são significativas a esse mesmo nível.

O estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015) testaram separadamente os níveis de governança corporativa com relação à variação nos dividendos, e encontraram significância para as variáveis para o Nível 1 e Nível 2, mas não encontraram resultado significativo para o Novo Mercado. Já o estudo de Holanda e Coelho (HOLANDA e COELHO, 2012) verificaram o enquadramento no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado, medido por uma única *dummy*, e também encontraram significância estatística para essa variável.

Não foi encontrada significância estatística entre a concentração de propriedade e a medida de dividendos utilizada. Trabalhos anteriores encontraram significância estatística entre a concentração de propriedade e o *payout* (DALMÁCIO e CORRAR, 2007) e entre a concentração de propriedade e os dividendos por ação (DALMÁCIO e CORRAR, 2007). Entretanto, outros estudos também não identificaram uma relação significativa entre o percentual de ações do maior acionista e o *payout* (HOLANDA e COELHO, 2012).

Os coeficientes de regressão obtidos por meio da estimação por efeitos fixos foram de acordo com as previsões feitas conforme a teoria, com exceção para variável *LnA*. Especificamente, foi observado um coeficiente positivo nas variáveis que mediram a propriedade, a governança, o fluxo de caixa livre e o retorno sobre o ativo. Conforme o coeficiente para o percentual de propriedade do maior acionista, no valor de 0,0001713, é possível verificar que o aumento na propriedade tem um efeito positivo, mas pequeno sobre a distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido. Entretanto, no trabalho de Dalmácio e Corrar (2007), foi observado um coeficiente maior para a concentração acionária, no valor de 0.021734, com relação à variável dependente dividendos por ação, e no valor de -0.659473, com relação à variável dependente *payout*. E no trabalho de Holanda e Coelho (2012) foi identificado um coeficiente de -0,012, para a variável que mediu a relação entre o percentual de ações do maior acionista com o *payout*.

O valor encontrado para o coeficiente da variável para governança positiva indica que a presença no segmento Novo Mercado aumenta os dividendos em 0,0415322. Estudos anteriores encontraram relação semelhante. Por exemplo, no estudo de Holanda e Coelho o coeficiente da variável *dummy* que indica a presença no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado foi de 0,254. Já no trabalho de Forti, Peixoto e Alves, foram de 0,0006 para a variável *dummy* para o seguimento Novo Mercado, de -0,0049 para o segmento Nível 1, e de 0,0063 para o segmento Nível 2.

A questão principal nesse ponto é determinar se os resultados são robustos. O sucesso na previsão de um modelo de regressão múltipla é observado por meio da soma dos quadrados

da regressão. Comparando essa medida com a soma total dos quadros da regressão é possível obter o nível de precisão da previsão, conhecido como indicador R^2 (HAIR JR, BLACK, *et al.*, 2009). Por meio da análise dos resultados para os três modelos é possível observar que o modelo estimado por efeitos fixos explica 18,92% da variação da variável dependente. O modelo estimado por efeitos aleatórios apresenta um maior poder de explicação, comparado com o modelo com efeitos fixos, com um R^2 de 33,39%. E o modelo POLS apresenta um pequeno aumento em relação aos dois modelos anteriores, com um poder de explicação de 34,28%.

Contudo, como o modelo validado pelos testes estatísticos é o por efeitos fixos, esse trabalho conseguiu explicar 18,92% da variação dos dividendos. Estudos anteriores que utilizaram a mesma variável dependentes obtiveram um R^2 de 22,34% (HARADA e NGUYEN, 2011) e 36,96% (GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017), contudo eles utilizaram 7 e 12 variáveis independentes, respectivamente, enquanto esse trabalho utilizou apenas 5 variáveis independentes.

Entretanto, mesmo considerando aceitáveis os valores de R^2 encontrados, esse indicador não deve ser tomado como única medida para avaliação de um determinado modelo. De acordo com Gujarati e Porter (2011) o indicador R^2 apresenta alguns problemas. O primeiro é que não há garantia que outros dados, externos na amostra, resultarão em um mesmo ajustamento. Segundo, quando existir interesse na comparação de dois ou mais R^2 , ambos deverão possuir a mesma variável dependente. Finalmente, colocado como mais importante, é fato de o R^2 sempre aumentar quando mais variáveis são acrescentadas ao modelo. (GUJARATI e PORTER, 2011). Diante disso, a significância estatística geral do modelo e de seus parâmetros representa uma maneira mais apropriada para validar sua adequabilidade, em comparação com a avaliação pelo indicador R^2 (FÁVERO, 2015).

A significância estatística geral dos modelos pode ser avaliada por meio dos testes F e χ^2 . O teste F é utilizado para os modelos POLS e por efeitos fixos. Já o teste χ^2 é utilizado para os modelos por efeitos aleatórios. Dessa forma, é possível verificar que tanto o teste F quando o teste χ^2 apresentam resultados que validam a significância dos modelos. Entretanto, para a estimação por efeitos fixos, somente as variáveis *Gov*, *EBTD* e *ROA* apresentaram significância estatística suficiente para afirmar se o impacto de determinada variável independente é significativo sobre a variável dependente.

Como uma primeira contribuição adicional, as variáveis independentes foram mantidas, contudo, a variável dependente foi alterada. Conforme visto até agora, a variável dependente capturou o valor dos dividendos distribuídos no período dividido pelo patrimônio líquido do

ano anterior. Contudo, a variável dependente foi substituída pelo indicador de *payout*, extensamente explorado na literatura anterior. A Tabela 13 apresenta os resultados dos testes para verificar qual é a estimação ideal para os dados.

Tabela 13 – Teste estatístico para escolha da estimação (*Payout*)

Teste LM de Breusch-Pagan	
Chi ²	0,00
Prob > Chi ²	1,0000
Teste F de Chow	
F (170, 1400)	0,88
Prob > F	0,8554
Teste de Hausman	
Chi ²	1,91
Prob > Chi ²	0,8612
Rejeição da hipótese nula: Significância dos parâmetros: 1% (***) , 5% (**) e 10% (*)	

Fonte – Elaborado pelo autor.

Antes da análise dos resultados com a variável dependente *payout*, se faz necessário analisar qual estimação é apropriada conforme a natureza dos dados. Assim, conforme a Tabela 13, foram estimados os testes LM de Breusch-Pagan, F de Chow e de Hausman. Em primeiro lugar, de acordo com os *outputs* do teste LM de Breusch-Pagan, não existem diferenças estatisticamente significativas que justifiquem a adoção da estimação por efeitos aleatórios. Em segundo lugar, de acordo com os resultados do teste F de Chow não é possível rejeitar a hipótese nula de que todos os efeitos individuais sejam iguais a zero. Ou seja não existem diferenças estatisticamente significativas que justifiquem a adoção da estimação por efeitos fixos. Finalmente, os resultados obtidos por meio do teste de Hausman mostram que também não existem diferenças significativas que justifiquem a estimação por efeitos fixos. Contudo, considerando que os testes LM de Breusch-Pagan e F de Chow mostraram que a estimação ideal seria por POLS, segue-se para a análise dos resultados dessa estimação.

Tabela 14 – Resultados das regressões (*Payout*)

<i>Estimação</i>	POLS			Efeito Fixo (Robustos)			Efeito Aleatório (Robustos)		
	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística Z	P-Valor
Variável (Y)	<i>Payout</i>			<i>Payout</i>			<i>Payout</i>		
<i>Acio</i>	-0,002123	-0,42	0,674	0,0044817	0,75	0,452	-0,002123	-0,42	0,673
<i>Gov</i>	-0,3160195	-1,30	0,194	0,1333054	0,66	0,513	-0,3160195	-1,30	0,192
<i>EBTD</i>	2,661194	1,26	0,211	5,863538	1,44	0,152	2,661194	1,26	0,209
<i>ROA</i>	-0,0253002	-0,82	0,411	-0,0594584	-1,05	0,295	-0,0253002	-0,82	0,410
<i>LnA</i>	0,0535358	0,38	0,703	0,016232	0,10	0,919	0,0535358	0,38	0,702
<i>Constante</i>	-0,0878108	-0,04	0,967	-0,2309575	-0,09	0,927	-0,0878108	-0,04	0,967
<i>Grupos</i>	171			171			171		
<i>Observações</i>	1.576			1.576			1.576		
<i>Obs. Grupo</i>	N.A.			2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)	2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)
<i>Prob > F</i>	0,3850			0,6273			N.A.		
<i>Prob > chi2</i>	N.A.			N.A.			0,3810		
<i>R² within</i>	N.A.			0,0021			0,0013		
<i>R² between</i>	N.A.			0,0006			0,0116		
<i>R² overall</i>	0,0024			0,0009			0,0024		

Div representa a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t*-1. *Acio* é a variável que representa o percentual de ações possuídas pelo maior acionista. *GovNM* representa uma variável do tipo *dummy* que indica se a empresa está enquadrada voluntariamente no nível Novo Mercado nos segmentos de listagem da B3, assumindo 1 se a empresa está enquadrada nesse nível e 0 se não. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado pelo ativo total. *ROA* é a variável *proxy* que representa o retorno sobre o ativo total. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total. N/A: Não aplicável.

Significância dos parâmetros: 1% (***), 5% (**) e 10% (*)

Fonte – Elaborado pelo autor.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 14, os coeficientes das variáveis obtidos por meio da estimação por POLS foram, com exceção da variável *EBTD*, contra as previsões teóricas, ou seja, negativos. Especificamente, as variáveis de interesse *Acio* e *Gov* indicam que a concentração acionária do primeiro maior acionista e o enquadramento no Novo Mercado influenciam negativamente o *payout*. Entretanto, conforme o p-valor observado para cada variável, nenhuma apresentou significância estatística.

Igualmente ao fato de não ser observado significância estatística das variáveis, o *output* da Prob>F no valor de 0,3850 indica que não existe significância estatística para o modelo. Fato esse que pode ser confirmado devido ao baixo valor de R^2 , a saber, 0,24%. Logo, considerando que houve apenas a alteração da variável dependente, dividendos pelo patrimônio líquido para os dividendos pelo lucro, e foram mantidas as demais variáveis, confirma-se, para essa amostra de empresas, que a primeira variável dependente testada é a mais adequada.

Como uma contribuição adicional, foi necessário ir além da teoria para explicar a relação entre a política de dividendos e a concentração de propriedade. O estudo de Florackis, Kanas e Kostakis (2015) analisou a política de dividendos em um ambiente com diferentes níveis de concentração de propriedade. Conforme os resultados, para níveis de propriedade entre 10% e 60%, a relação com os dividendos parece ser bastante estável. Entretanto, para os níveis de propriedade maiores que 60%, o relacionamento com os dividendos se torna positivo. Esses relacionamentos são apresentados na Figura 1.

Figura 1 – Relação entre os dividendos e a concentração de propriedade

C. Florackis et al. / European Journal of Operational Research 241 (2015) 783–795

Fig. 1. Semi-parametric estimate: The net effect of managerial ownership on dividends for ALL FIRMS.

Fonte: Florackis, Kanas e Kostakis (2015)

De maneira semelhante, para a amostra utilizada nesse trabalho, foi analisado os valores médios de dividendos divididos pelo lucro líquido para cada nível de propriedade. Estritamente, foram estabelecidos os níveis de propriedade entre os intervalos de: 1 e 10 por cento, 10 e 20 por cento, e assim por diante, até 90 e 100 por cento. Os resultados dessa relação são apresentados no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Relação entre os dividendos e a concentração de propriedade no Brasil

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com os resultados, foi observado que em empresas com baixa e elevada concentração de propriedade, entre os de níveis de propriedade entre 1 e 20 por cento e entre 80 e 100 por cento, respectivamente, o pagamento de dividendos é relativamente maior.

Em contrapartida, empresas que o maior acionista possui entre 20 e 30 por cento e entre 70 e 80 por cento de propriedade, ocorre o pagamento de dividendos ligeiramente mais baixo. E ainda, é observado uma estabilidade na distribuição de dividendos para empresas nas quais o maior acionista possui entre 30 e 70 por cento da propriedade.

Para verificar se essa diferença é realmente significativa, foram novamente estimados os modelos por efeitos POLS, por efeitos fixos e por efeitos aleatórios, ambos com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa. Contudo, com foco na análise dos resultados pela estimação por efeitos fixos, consistente com os resultados dos testes LM de Breusch-Pagan, F de Chow e Hausman, para os dados da amostra, apresentados na Tabela 10. Os resultados das novas estimações são apresentados na Tabela 15.

Tabela 15 – Resultados das regressões (*Div.PL*) com transformação da variável *Acio*

<i>Estimação</i>	POLS			Efeito Fixo (Robustos)			Efeito Aleatório (Robustos)		
	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística T	P-Valor	Coefficientes	Estatística Z	P-Valor
Variável (Y)	<i>Div.PL</i>			<i>Div.PL</i>			<i>Div.PL</i>		
<i>Acio</i>	0,0104438	1,89*	0,061	0,0043391	0,62	0,539	0,0056745	1,06	0,288
<i>Gov</i>	-0,0040894	-0,71	0,480	0,0398962	3,32***	0,001	0,0078557	1,22	0,223
<i>EBTD</i>	0,2880108	6,23***	0,000	0,1406892	3,01***	0,003	0,2002828	4,95***	0,000
<i>ROA</i>	0,00427	7,14***	0,000	0,0030608	5,20***	0,000	0,0033006	6,50***	0,000
<i>LnA</i>	0,0052054	3,06***	0,003	-0,0059171	-1,69*	0,094	0,0031743	1,89*	0,059
<i>Constante</i>	-0,0702858	-2,78***	0,006	0,099165	1,93*	0,056	-0,0295122	-1,18	0,240
<i>Grupos</i>	171			171			171		
<i>Observações</i>	1.576			1.576			1.576		
<i>Obs. Grupo</i>	N.A.			2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)	2 (mín.)	9,2 (média)	10 (máx.)
<i>Prob > F</i>	0,0000			0,0000			N.A.		
<i>Prob > chi2</i>	N.A.			N.A.			0,0000		
<i>R² within</i>	N.A.			0.1631			0.1523		
<i>R² between</i>	N.A.			0.1737			0.5302		
<i>R² overall</i>	0,3408			0.1719			0.3311		

Div representa a variável *proxy* para dividendos, a qual representa o total de dividendos e os juros sobre o capital próprio em *t* dividido pelo patrimônio líquido em *t-1*. *Acio* é a variável do tipo data que indica de o primeiro maior acionista possui propriedade entre 0,01% e 19,99% ou entre 80,00% e 100%. *Gov* representa uma variável do tipo *dummy* que indica se a empresa está enquadrada voluntariamente no nível Novo Mercado nos segmentos de listagem da B3, assumindo 1 se a empresa está enquadrada nesse nível e 0 se não. *EBTD* é a variável que representa o indicador EBITDA, parametrizado pelo ativo total. *ROA* é a variável *proxy* que representa o retorno sobre o ativo total. *LnA* é a variável que representa o logaritmo natural do ativo total. N/A: Não aplicável.

Significância dos parâmetros: 1% (***), 5% (**) e 10% (*)

Fonte – Elaborado pelo autor.

Para as novas estimações a variável *Acio*, que mensura o percentual de propriedade do primeiro maior acionista, foi transformada em uma variável *dummy*, na qual o valor 1 representa que a propriedade do acionista varia entre 1 e 19,99 por cento ou entre 80 e 100 por cento. Consequentemente, em empresas nas quais o primeiro maior acionista possui entre 20 e 79,99 por cento de propriedade, o percentual foi substituído pelo valor zero. Logo, o objetivo de utilizar essa variável *dummy* é verificar se a baixa ou a elevada concentração de propriedade influencia a distribuição de dividendos, consistente com o observado no Gráfico 1 e semelhante aos resultados encontrados por Florackis, Kanas e Kostakis (2015).

O primeiro aspecto positivo que se pode observar é o aumento do coeficiente da variável *Acio*, de 0,0001713 para 0,0043391. Ou seja, um coeficiente 25,33 vezes maior. Porém, apesar dessa melhora no coeficiente, ainda assim não é possível afirmar que a relação entre a variável para dividendos e a variável para a propriedade do primeiro acionista é estatisticamente significativa. Contudo, há de se destacar que o fato do primeiro maior acionista possuir propriedade entre os níveis estabelecidos (0,01-0,20 e 0,80 e 1,00), aumenta o coeficiente de 0,0001713 para 0,0043391, o que permite verificar um maior efeito sobre a variável dependente.

Outra consideração positiva com relação a modificação da variável *Acio*, foi que a nova interação entre as variáveis proporcionou uma melhoria para os testes estatísticos individuais. Por exemplo, a variável que representa o logaritmo natural do ativo total passou a ser estatisticamente significativa. Isso também foi observado para o intercepto, que, anteriormente, não apresentava significância estatística.

Os coeficientes e os P-valor das variáveis *Gov*, *EBTD* e *ROA* permaneceram praticamente iguais aos valores das estimações anteriores. A variação observada para a variável *Gov* foi 0,001636. E para a variável *EBTD* foi observada uma variação positiva de 0,0034355. Contudo, a variável *ROA* apresentou uma variação negativa de 0,0000303. Ambas as variáveis mantiveram significância estática de 1%.

Por fim, foi observada uma perda do poder explicativo do modelo geral devido a redução dos valores do indicador R^2 . Assim, para a primeira estimação, com variável *Acio* representando o percentual de propriedade do primeiro acionista, os indicadores R^2 *within*, R^2 *between* e R^2 *overall* observados foram 16,35%, 20,26% e 18,92% respectivamente. Em contrapartida, a segunda estimação apresentou os indicadores R^2 *within*, R^2 *between* e R^2 *overall* de 16,31%, 17,37% e 17,19%, respectivamente. Contudo, essa redução aparentemente compensa pelo ganho de significância estatísticas da variável *LnA* do intercepto.

5. CONCLUSÃO

A Teoria de Agência tem fornecido uma melhor estrutura para analisar o comportamento dos dividendos (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Dada essa robustez, recentemente essa teoria tem sido extensivamente examinada na literatura sobre assunto e recebido provas empíricas que a suporte (JIRAPORN, KIM e KIM, 2011). Uma das principais conclusões é que a governança corporativa é um fator relevante para entender a distribuição de dividendos das empresas (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, *et al.*, 2000; ADJAOUD e BEN-AMAR, 2010; BACKMANN, AZEVEDO e CLEMENTE, 2012; ESQUEDA, 2016). Também, a concentração de propriedade e de controle é capaz de influenciar as políticas de pagamento (BRANDÃO e CRISÓSTOMO, 2015; FLORACKIS, KANAS e KOSTAKIS, 2015; GONZALEZ, MOLINA, *et al.*, 2017).

Consoante ao objetivo do trabalho de explicar como a concentração de propriedade e a governança corporativa afetam a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto, duas hipóteses alternativas foram testadas: **H_1** : A concentração de propriedade está positivamente relacionada com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido; e **H_2** : O nível diferenciado de governança corporativa mais rígido está positivamente relacionado com uma maior distribuição de dividendos em relação ao patrimônio líquido. Essas hipóteses foram testadas com base em um painel não balanceado com dados de 171 empresas brasileiras com ações negociadas na B3, durante o período entre os anos de 2008 e 2017.

Assim, por meio das estimações por efeitos fixos com erros-padrão robustos com agrupamento por empresas, foi possível validar as duas hipóteses alternativas. Ou seja, primeiro, foi verificado que a concentração de propriedade afeta de maneira positiva a distribuição de dividendos. E ainda, a presença no segmento diferenciado de governança corporativa Novo Mercado influencia de maneira positiva e significativa a distribuição de dividendos.

Também foram apresentadas duas contribuições adicionais. Primeiro, foi mostrado que os dividendos sobre o patrimônio líquido resultam em uma variável dependente mais robusta que o indicador *payout*. Em segundo lugar, conforme sugerido por Florackis, Kanas e Kostakis (2015), foi discutido que a relação entre a concentração de propriedade e os dividendos é mais forte quando o primeiro maior acionista possui até 20% ou acima de 80% da propriedade da empresa.

Além da contribuição à literatura, as conclusões desse trabalho possuem também implicações práticas. Primeiro, de acordo com a concentração de propriedade do primeiro maior acionista e uma maior distribuição de dividendos, rejeita-se a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários. Segundo, de acordo com o enquadramento em um nível de governança mais rígido e uma maior distribuição de dividendos, verifica-se que os dividendos atuam de maneira complementar à qualidade da governança.

Assim, os acionistas, ou investidores interessados em adquirir ações de uma determinada empresa, que esperem receber mais dividendos, podem escolher empresas enquadradas no Novo Mercado. Também, podem escolher empresas nas quais o nível de concentração de propriedades do primeiro acionista seja baixo ou altamente concentrado.

A métrica para governança corporativa foi uma limitação desse trabalho. Estudos anteriores utilizaram uma métrica mais ampla para mensurar a qualidade da governança corporativa. Por exemplo, Adjaoud e Ben-Amar (2010) e Yarram (2015) utilizaram o índice anual de governança do jornal canadense *The Globe and Mail*.

Também, devido a novidade na utilização da variável dependente para os dividendos no Brasil, foi possível comparar os resultados apenas com os estudos internacionais. Assim, sugere-se que pesquisas futuras explorem de uma maneira mais robusta como a variável formada pelos dividendos sobre o patrimônio líquido se ajusta a outros modelos. Especificamente, poderiam ser testados novos modelos com mais variáveis independentes para governança corporativa e concentração de propriedade e controle.

Dada as conclusões desse trabalho, espera-se contribuir ao menos com uma nova peça no quebra-cabeças sobre os dividendos. Também, espera-se provocar o surgimento de novos debates que questionem as métricas utilizadas para os dividendos e, ainda, proponha novas medidas. Ou ainda, segundo Gordon (1963), independentemente de qual visão prevaleça, a batalha deve ser animada e produtiva.

REFERÊNCIAS

- ADJAOUD, F.; BEN-AMAR, W. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholder's Protection or Expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n. 5-6, p. 648-667, 2010.
- AFZA, T.; MIRZA, H. H. Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. **International Business Research**, 3, n. 3, July 2010. 210-221.
- ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. Agency Cost and Ownership Structure. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 81-106, February 2000.
- ASQUITH, P.; MULLINS AND JR, D. W. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. **The Journal of Business**, 56, n. 1, Jan 1983. 77-96.
- B3. Segmentos de Listagem. **B3**, 09 Outubro 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 10 Maio 2017.
- BACHMANN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A. Regularidade no Pagamento de Dividendos e Governança Corporativa: Estudo em Companhias de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, 2, n. 2, maio/ago. 2012. 68-79.
- BENAVIDES, J.; BERGGRUN, L.; PERAFAN, H. Dividend payout policies: Evidence from Latin America. **Finance Research Letters**, n. 17, p. 197-210, March 2016.
- BERNARDO, H. P.; IKEDA, R. H. O Enigma dos Dividendos e o Risco Sistemático. **Revista Universo Contábil**, Jan./Mar. 2013. 104-120.
- BLACK, F. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. **Journal of Financial Economics**, 1, n. 1, 1974. 1-22.
- BOOTH, L.; ZHOU, J. Dividend policy: A selective review of results from around the world. **Global Finance Journal**, 2017. 1-15.
- BRANDÃO, J. W.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de Propriedade e Política de Dividendos. **XVIII SemeAd - Seminários em Administração**, 2015.
- BROCKMAN, P.; UNLU, E. Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 7, p. 1610-1625, July 2011.
- BRUGNI, T. V. et al. Influência de Dividendos sobre a Informatividade dos Lucros: Evidências Empíricas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, Jul./Set. 2012. 82-99.

CARVALHAL, A. L. D. S. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CHANG, K.; KANG, E.; LI, Y. L. Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. **Journal of Business Research**, 69, Oct 2016. 2551-2559.

CORPORATIVA, I. B. D. G. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, J. W. Concentração de Propriedade Afeta a Política de Dividendos da Empresa Brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, p. 1-22, Dezembro 2016.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, J. L. A Concentração do Controle Acionário e a Política de Dividendos das Empresas Listadas na Bovespa: Uma Abordagem Exploratória à Luz da Teoria de Agência. **Revista de Contabilidade e Organizações - FEARP/USP**, v. 1, n. 1, p. 16-29, Set./Dez. 2007.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. **Journal of Financial Economics**, 81, n. 2, August 2006. 227-254.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 227–254, August 2006.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, September 1984.

ESQUEDA, O. A. Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 59, p. 186–199, February 2016.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, April 2001.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 819-843, June 1998.

FARINHA, J. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, 30, n. 9 & 10, Nov./Dec. 2003. 1173-1209.

FÁVERO, L. P. **Análise de Dados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

FÁVERO, L. P. F. **Métodos Quantitativos com Stata: Procedimentos, Rotinas e Análise de Resultados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FLORACKIS, C.; KANAS, A.; KOSTAKIS, A. Dividend policy, managerial ownership and debt financing: a non-parametric perspective. **European Journal of Operational Research**, v. 241, p. 783-795, 2015.

FONTELES, I. V. et al. Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, 23, Jul./Set. 2012. 173-204.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, 26, n. 68, mai./ago. 2015.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 68, p. 26, 2015.

GIRIATI. Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value (A Study About Agency Theory). **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, v. 219, p. 248-254, May 2016.

GONZALEZ, M. et al. The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 30, p. 1-18, March 2017.

GORDON, M. J. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **Journal of Business**, Oct 1961. 411-433.

GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. **The Journal of Finance**, 18, n. 2, May 1963. 264-272.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? **The Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, July 2002.

GUGLER, K.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review**, v. 47, p. 731-758, 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAIR JR, J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HARADA, K.; NGUYEN, P. Ownership concentration and dividend policy in Japan. **Managerial Finance**, 37, n. 4, 2011. 362-379.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e Efeito Clientela: Evidências no Mercado Brasileiro. **Ravista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448-463, jul/ago. 2012.

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

JENSEN, M. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, October 1976.

JIRAPORN, P.; KIM, J.-C.; KIM, Y. S. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. **The Financial Review**, 46, 2011.

KHAN, T. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data. **The Economic Journal**, March 2006. C172-C189.

KLEIN, B. Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, June 1983.

KUMAR, J. Corporate Governance and Dividend Payout in India. **Journal of Emergin Market Finance**, 5, n. 1, 2006. 15-57.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The journal of finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LAHIRI, P. Insider Ownership and Dividend Payout Policy: Evidence from India. **International Journal of Research and Analytical Reviwes**, 5, n. 3, July 2018.

LIN, T.-J.; CHEN, Y.-P.; TSAI, H.-F. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, 20, July 2017. 1-12.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, May 1956.

LONG JR, J. B. The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider. **Journal of Financial Economics**, 6, n. 2-3, 1978. 235-264.

MARQUES, V. A. *et al.* Relação entre níveis de governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 3, n. 2, p. 4-26, maio/ago. 2015.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos. **Ravista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan/fev. 2012.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, June 1958.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, 34, n. 4, Oct. 1961. 411-433.

MILLER, M. H.; SCHOLES, M. S. Dividends and Taxes. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 4, p. 333-364, December 1978.

MILLER, M. R.; ROCK, K. Dividend Policy under Asymmetric Information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, September 1985.

MITTON, T. Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. **Emerging Markets Review**, v. 5, p. 409-426, December 2004.

MOTA, D. C. Dividendos, Juros Sobre Capital Próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. **Fundação Gertulio Vargas - Escola de Administração de Empresas de São Paulo**, 2007.

ONALI, E. Can we predict dividend cuts? **Economics Letters**, v. 146, p. 71-76, 2016.

PETTIT, R. Taxes, Transactions Cost and The Clientele Effect of Dividends. **Journal of Financial Economics**, 19, n. 1, December 1977. 419-436.

PETTIT, R. R. Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 3, p. 419-436, December 1977.

ROSS, S. et al. **Administração Financeira**. Porto Alegre: AMGH, v. 10, 2015.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, 52, n. 2, June 1997.

SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A.; ANDERSON, D. R. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. São Paulo: Cengage Learning, 2015.

THANATAWEE, Y. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from China. **International Journal of Economics and Finance**, v. 6, n. 8, p. 197-204, 2014. ISSN 1916-971X.

WATTS, R. The Information Content of Dividends. **The Journal of Business**, 46, n. 2, April 1973. 191-211.

WATTS, R. The Information Content of Dividends. **The Journal of Business**, v. 46, n. 2, p. 191-211, April 1973.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria**. São Paulo: Cengage, 2016.

YARRAM, S. R. Corporate governance ratings and the dividend payout decisions of Australian corporate firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 11, n. 2, p. 162-178, 2015.