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

REGIANE LOPES RODRIGUES

Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas
brasileiras de capital aberto

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

RIBEIRÃO PRETO
2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Profa. Dra. Maisa de Souza Ribeiro
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

Profa. Dra. Adriana Maria Procópio de Araújo
Chefe de Departamento de Contabilidade

REGIANE LOPES RODRIGUES

Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto

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 Mestra em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

RIBEIRÃO PRETO

2015

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

Rodrigues, Regiane Lopes.

Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto. Ribeirão Preto, 2015.
p.92

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP.
Área de concentração: Finanças.

Orientador: Ambrozini, Marcelo Augusto.

1. Teoria de agência. 2. Política de dividendos. 3. Governança Corporativa.

FICHA DE APROVAÇÃO

Nome: RODRIGUES, Regiane Lopes

Título: Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto

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

Área de Concentração: Finanças

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

**Ao meu marido, Carlos César,
pelo apoio e pela força
para concluir essa etapa.**

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela vida.

Ao meu marido, Carlos César, por toda ajuda nessa etapa, pela confiança em mim, pelo apoio. Muito obrigada, Amor! Sem seus incentivos eu tenho a total certeza que essa dissertação não sairia.

Aos meus pais, pela educação, pelo apoio e pela força. Especialmente a minha mãe, minha guerreira, meu exemplo, meu orgulho. Mãe, te amo muito.

À minha vó Magnória, pelas rezas (se não fosse essa afinidade com os Santos, eu estaria perdida), pelo apoio, pela confiança em mim. Minha segunda mãe maravilhosa.

Ao meu orientador, pela orientação.

À Elaine Toldo Pazello, pela grande ajuda com os testes econométricos, pelo incentivo, pela torcida. Flor, você é uma pessoa muito querida.

Às minhas pequenas e amadas sobrinhas, Talita e Maisa, que são a alegria da madrinha e da titia. Amo muito essas sapecas.

Aos meus irmãos, Reginaldo e Rinaldo, pela torcida e pelos churrascos.

À Paola Richter Londero, pela organização dos estudos em grupo, os quais foram de fundamental importância para a minha aprovação nas disciplinas. E também a todos os amigos de sala que participaram dos grupos de estudos que contribuíram com a discussão.

À minha sogra, por firmar o pensamento em mim, pelos incentivos e pela torcida. Ao meu sogro pelas atualizações dos noticiários. Aos meus cunhados, Paula e Renato, pela torcida e pelo apoio.

RESUMO

RODRIGUES, R. L. **Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto**. 2015. 91 f. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

A alta concentração da propriedade e de controle nas empresas brasileiras, aliada à baixa proteção legal aos acionistas, pode gerar conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. De acordo com a literatura fundamentada pela Teoria de Agência, o pagamento de dividendos poderia minimizar tais conflitos. Para a literatura de governança corporativa, por sua vez, empresas com melhores práticas de governança corporativa ofereceriam proteção mais forte aos seus acionistas, de modo que estes teriam poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados. Neste contexto, o presente trabalho teve como objetivo investigar empiricamente se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para minimizar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários e se boas práticas de governança corporativa aumentam a proteção aos acionistas. Para atingir o objetivo proposto, foram realizados testes econométricos para um modelo não explorado em estudos anteriores. Neste, foram incluídas, além das variáveis de controle justificadas pela literatura (possíveis determinantes da política de pagamento de dividendos), duas variáveis *proxies* para conflitos de agência: excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e fluxo de caixa livre para os acionistas e uma variável *proxy* para melhores práticas de governança corporativa. As estimações foram realizadas usando o método Tobit em painel com informações, referentes ao período de 2000 a 2013, de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados encontrados sugerem que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. Esses resultados podem ser considerados robustos, uma vez que foram observados em especificações alternativas e quase todas as variáveis de controle foram estatisticamente significativas e apresentaram relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura teórica e evidências da literatura empírica. Os resultados também mostraram indícios de que o baixo *enforcement* da legislação brasileira e os incentivos criados pela BM&FBOVESPA não garantem proteção aos acionistas, sinalizando a necessidade de realização de melhorias no sistema legal brasileiro.

Palavras-Chave: Teoria de Agência. Política de Dividendos. Governança Corporativa.

ABSTRACT

RODRIGUES, RL Agency Theory, corporate governance and dividend policy: evidence in publicly traded Brazilian companies. 2015. 91 f. Dissertation in Controllershship and Accounting - Faculty of Economics, Business and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

The high concentration of ownership and control in Brazilian companies, combined with low legal protection to shareholders, can generate agency conflicts between majority and minority shareholders. According to the literature grounded by the Agency Theory, the payment of dividends could minimize such conflicts. For the corporate governance literature, in turn, companies with best corporate governance practices would offer stronger protection to its shareholders, so that they would be able to pressure managers to pay higher dividends. In this context, this study aimed to empirically investigate whether Brazilian companies use the dividend policy to minimize the agency conflicts between majority and minority shareholders and whether good corporate governance practices increase shareholder protection. To achieve this purpose, have been conducted econometric tests for a model not explored in previous studies. In this were included, besides the control variables justified by the literature (possible determinants of dividend payout policy), two proxies for agency conflicts: excess voting right in relation to cash flow rights in the possession of greater shareholder and free cash flow to shareholders and a proxy variable for best corporate governance practices.⁰⁰⁰ The estimates were made using the Tobit method panel with information relating to the period from 2000 to 2013, 466 non-financial Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA. The results suggest that the publicly traded Brazilian companies do not use the dividend policy as a mechanism to reduce agency conflicts between majority and minority shareholders. These results can be considered robust, as were observed in alternative specifications and almost all control variables were statistically significant and had relations with the payout ratio as predicted by theoretical literature and evidence of the empirical literature. The results also showed evidence that the low enforcement of Brazilian legislation and the incentives created by BM & FBOVESPA does not guarantee protection to shareholders, pointing to the need of improvements in the Brazilian legal system.

Keywords: Agency Theory. Dividend Policy. Corporate Governance

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade de empresas da amostra que não distribuíram dividendos segundo o ano	62
Tabela 2 – Análises Descritivas.....	65
Tabela 3 – Média das variáveis do modelo por ano de estudo	68
Tabela 4 – Teste <i>Breusch-Pagan</i>	71
Tabela 5 – Resultados das análises multivariadas	72

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Quadro Explicativo das Práticas dos Mercados Diferenciados.....	47
Quadro 2 – Resumo das especificações adotadas nas estimações.....	61
Quadro 3 – <i>Winsorização</i> das variáveis	64

LISTA DE SIGLAS

ADX	Abu Dhabi Securities Exchange
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CLSA	<i>Credit Lyonnais Securities Asia</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JSCP	Juros sobre o Capital Próprio
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
ON	Ordinárias
PN	Preferenciais
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
US GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles in the United States</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	17
2. REVISÃO DA LITERATURA	23
2.1 A relação entre Teoria de Agência e Política de Dividendos	23
2.2 Governança Corporativa e Política de Dividendos	35
2.2.1 Legislação brasileira sobre dividendos	42
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	50
3.1 Estratégias de estimação: amostra, modelo, variáveis e dados	50
3.2 Métodos econométricos	61
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	64
4.1 Análise das estatísticas descritivas.....	64
4.2 Análises multivariadas	70
5. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS	77
REFERÊNCIAS	80
APÊNDICE A	93

1. INTRODUÇÃO

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal) delega outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente.

Nas corporações, a relação entre acionistas e administradores é uma relação de agência, na qual os primeiros contratam os últimos para executarem em seus nomes o gerenciamento da empresa de acordo com o interesse dos acionistas. Estes provavelmente estarão melhor entregando o controle aos agentes com maior expertise na administração dos negócios (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984), e os agentes, por sua vez, serão recompensados com bens pecuniários e não pecuniários.

Uma vez que o contrato firmado entre as partes ocorre em um ambiente de assimetria de informação, no qual o agente (gestor) tem uma vantagem informacional sobre o principal (acionista), o primeiro pode agir de acordo com seus próprios interesses em detrimento ao bem estar do segundo (MACHO-STADLER; PÉREZ-CASTRILLO, 1995). “Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.” (JENSEN; MECKLING, 1976, p.308). Assim, os conflitos de interesses entre acionistas e administradores dão origem aos conflitos de agência.

Estes conflitos ocorrem quando os gestores optam por ações que maximizam a sua própria utilidade, mas que não estão alinhadas ao objetivo dos acionistas, os quais, por sua vez, visam à maximização de sua riqueza. Desse modo, os conflitos de agência podem ocorrer quando os administradores tomam decisões sobre as políticas de investimento, de financiamento e de dividendos.

Devido ao desalinhamento de interesses entre acionistas e gestores, estes podem agir visando seus interesses pessoais e utilizar o fluxo de caixa livre (excesso do lucro após os investimentos rentáveis) para, por exemplo, consumir gratificações em excesso e investir em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Tais ações podem destruir o valor da empresa e, portanto, são contrárias aos interesses dos acionistas.

De acordo com a literatura, o pagamento de dividendos pode, pelo menos parcialmente, reduzir os conflitos de agência, pois ao reter uma menor proporção dos lucros,

haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos administradores, reduzindo assim as oportunidades destes desperdiçarem dinheiro em projetos não lucrativos ou de outras maneiras não vantajosas para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG; LITZENBERGER, 1989; FAMA; FRENCH, 2001; BARTRAM *et al.*, 2012).

Trabalhos anteriores estudaram a relação entre conflitos de agência e nível de *payout* de dividendos em empresas com estrutura de propriedade diluída e encontraram evidências de que os custos de agência tendem a influenciar o pagamento de dividendos e que, com a finalidade de reduzir tais conflitos, as empresas podem aumentar a distribuição de dividendos aos acionistas. Podem ser citados como importantes exemplos de trabalhos nos quais evidências nestes sentidos foram obtidas: Lloyd *et al.* (1985); Holder *et al.* (1998) e Hardin e Hill (2008).

Além da política de dividendos, a estrutura de propriedade também pode contribuir para mitigar conflitos de agência entre acionistas e gestores. Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1986) afirmam que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das corporações, pois grandes investidores conseguem monitorar melhor os administradores.

Lloyd *et al.* (1985) corroboram com essa afirmação argumentando que quanto maior a dispersão da propriedade, maior a dificuldade dos *insiders* realizarem a atividade de monitoramento dos administradores e, conseqüentemente, maior o conflito de agência entre acionistas e administradores.

Assim, a concentração da propriedade favorece um monitoramento ativo dos acionistas sobre os gestores, de maneira que estes sejam melhores alinhados ao objetivo de entregar valor ao acionista, resultando em melhor desempenho da empresa (HARADA; NGUYEN, 2006). No entanto, apesar de ser benéfica para diminuir os gastos de monitoramento com a gestão e contribuir para a redução dos conflitos de agência entre gestores e acionistas, a concentração da propriedade e do controle pode ocasionar outro conflito de agência, dessa vez entre acionistas majoritários e minoritários.

Em empresas onde um (poucos) acionista (acionistas) tem o poder de influenciar o controle da firma, as decisões tomadas pela administração nem sempre estarão de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, mas sim em consonância ao atendimento dos propósitos dos acionistas controladores (LA PORTA *et al.*, 2000; CARVALHAL DA SILVA, 2002). Portanto, “quando grandes investidores controlam uma corporação, suas políticas

podem resultar em conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários.” (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005, p. 3).

Este conflito de agência pode ser acentuado em empresas onde há a separação entre propriedade e controle por meio de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e com direito a voto (ações ordinárias), pois a existência de ações ordinárias e preferenciais desvincula o direito de votos (participação que um acionista tem nas ações ordinárias de uma empresa) do direito sobre o fluxo de caixa (participação que um acionista tem no capital total de uma corporação).

Na existência dessa desvinculação, o acionista controlador têm discricção e incentivos para extrair benefícios privados do controle, uma vez que arca apenas com uma fração dos custos (dividendos que deixam de ser recebidos na proporção de seus direitos sobre o fluxo de caixa), mas recebe todos os benefícios privados do controle que não são compartilhados pelos acionistas minoritários (GUGLER; YURTOGLU, 2003). Segundo Doidge (2004), os benefícios privados do controle correspondem ao uso, pelos controladores, do seu direito de voto para utilizarem recursos da empresa em seu benefício em detrimento aos acionistas minoritários.

Nesta situação, os dividendos podem ser utilizados para atenuar os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Por outro lado, a redução dos dividendos pode aumentar os potenciais conflitos de agência, uma vez que mais recursos são deixados no uso discricionário do controlador (GUGLER; YURTOGLU, 2003).

Estudos realizados em diversos países utilizando empresas caracterizadas pela elevada concentração da propriedade e do controle encontraram evidências de conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, como na Suécia por Bergstrom e Rydqvist (1990), nos Estados Unidos por Barclay e Holderness (1989), na Itália por Zingales (1994), na Finlândia por Maury e Pajuste (2002), na Alemanha por Gugler e Yurtoglu (2003) no Reino Unido por Khan (2006). Já Manneh e Naser (2015) encontraram evidências de que as empresas não financeiras que operam nos Emirados Árabes Unidos utilizam a política de dividendos para minimizar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários.

No Brasil, alguns autores encontraram evidências de potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, como Procianoy (1994) e Carvalhal da Silva (2004), enquanto outros autores observaram que as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para minimizar tais conflitos de agência, como Hahn *et al.* (2010).

Com base na teoria de agência, a governança corporativa surgiu como um mecanismo para minimizar os conflitos de interesses entre agente e principal. A governança corporativa visa minimizar a probabilidade de os gestores tomarem decisões que não maximizem a riqueza dos acionistas, servindo assim como um instrumento pelo qual os fornecedores de capital das empresas são assegurados do retorno de seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

De acordo com o “*outcome*” *agency model of dividends*, considera-se que empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Desse modo, os acionistas têm poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004). Sendo assim, empresas com melhores práticas de governança corporativa tenderiam a pagar maiores níveis de dividendos.

Com a finalidade de incentivar boas práticas de governança corporativa no Brasil, a BM&FBOVESPA criou, em dezembro de 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa (nível 1 e nível 2) e o Novo Mercado. As empresas listadas nesses segmentos especiais se comprometem voluntariamente a seguir boas práticas de governança corporativa e divulgar informações ao mercado acima das exigências de divulgação impostas pela legislação brasileira (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005).

No entanto, estudos realizados nas empresas brasileiras após a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa não são conclusivos sobre a relação entre melhores práticas de governança corporativa e índice de *payout* das empresas. Enquanto Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) e Zagonel (2013) encontraram evidências de uma relação positiva entre o nível de governança corporativa e o índice de *payout*, Ribeiro *et al.* (2013) encontraram evidências de que não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e política de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras.

Contudo, os estudos empíricos realizados em empresas com elevada concentração da propriedade e do controle não encontraram evidências definitivas sobre a relação entre os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários e a política de dividendos das empresas.

No Brasil, além da indefinição desta relação, também não está claro se as medidas institucionais e governamentais tomadas ao longo das últimas décadas para melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras contribuíram para o aumento da proteção aos acionistas.

Com base nessa lacuna, o presente trabalho tem como objetivo responder a seguinte **questão de pesquisa: Como as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para minimizar os potenciais conflitos de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários?**

Além disso, este estudo busca investigar se melhores práticas de governança corporativa aumentam a proteção aos acionistas. Dessa maneira, o presente trabalho tem como objetivo verificar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários e se as melhores práticas de governança corporativa adotadas no país aumentaram a proteção aos investidores.

Para atingir o objetivo proposto, serão realizados testes econométricos para um modelo ainda não estimado em estudos anteriores. Neste, serão incluídas, além das variáveis de controle justificadas pela literatura (possíveis determinantes da política de pagamento de dividendos), duas variáveis *proxies* para conflitos de agência: excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e fluxo de caixa livre para os acionistas e uma variável *proxy* para melhores práticas de governança corporativa. As estimações serão realizadas para um painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA referentes ao período de 2000 a 2013. Como a variável dependente (Índice de *Payout*) apresenta dados censurados, será utilizado o método Tobit em painel.

Esse trabalho traz contribuições para a literatura ao estudar a políticas de dividendos das empresas brasileiras pela ótica da Teoria de Agência juntamente com Governança Corporativa, utilizando um método de estimação pouco explorado na área de contabilidade para estimar um modelo não usado em estudos anteriores, no qual se usa a variável fluxo de caixa livre aos acionistas como uma das *proxies* para conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários.

Além da contribuição para a literatura acadêmica, o presente estudo tem impacto social. Estudos sobre os conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários são relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A existência desses conflitos tende a impactar o preço das ações e dificultar a captação de recursos externos pelas empresas, pois devido à possibilidade dos controladores utilizarem os recursos de maneiras não vantajosas para os acionistas minoritários, os investidores externos terão receios de aplicar seus recursos em tais empresas e caso apliquem pagarão menos pelas ações (PROCIANOY, 1994; LEAL, 2004; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008;

BORTOLON, 2013). Dessa forma, os conflitos de agência podem dificultar a capacidade de a firma obter financiamentos externos e, conseqüentemente, restringir seu crescimento.

Por outro lado, se a empresa transmite informações ao mercado de que os seus acionistas minoritários estão sendo tratados de maneira justa, ela cria uma boa reputação (URZÚA; ALVARADO; HERMOSILLA, 2012), aumentando assim sua captação de recursos no mercado interno, bem como sua capacidade e/ou disposição de atrair capital externo. Contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Este trabalho está dividido em cinco capítulos. No primeiro capítulo, denominado introdução, contém a contextualização do tema, a justificativa e o objetivo do trabalho. O segundo capítulo apresenta a revisão da literatura, abrangendo o alicerce conceitual da teoria de agência e da governança corporativa e estudos anteriores que abordaram o tema estudado no presente trabalho. No terceiro capítulo, encontra-se a metodologia da pesquisa, identificando os procedimentos metodológicos, os modelos, os dados, o período e as variáveis. O quarto capítulo apresenta as análises de estatísticas descritivas e a análise dos resultados do modelo multivariado. Por último, no quinto capítulo são apresentadas as considerações finais e sugestões para estudos futuros.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 A relação entre Teoria de Agência e Política de Dividendos

O crescimento da firma desencadeia a necessidade de abertura de capital para a captação de recursos a fim de expandir os negócios empresariais, uma vez que um único proprietário não detém recursos para financiar sozinho o crescimento da organização e nem capacidade para administrar todos os funcionários.

Fatores como a divisão do poder de controle acionário da firma, aumento do endividamento junto a credores e a busca por profissionais externos para gerenciar a firma deram origem a diversos conflitos de interesses entre esses agentes: acionistas majoritários *versus* minoritários, acionistas *versus* credores e acionistas *versus* gestores.

Esses conflitos foram chamados de conflitos de agentes e apresentados por Jensen e Meckling (1976). Tais conflitos surgem a partir de uma relação de agência, a qual é definida por esses autores como um contrato onde uma ou mais pessoa (principal) emprega outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de tomada de decisão ao agente.

Cada uma das partes envolvidas em uma relação de agência possui uma função de utilidade independente e suas ações visam maximizar sua utilidade esperada (SHAVELL, 1979). Sendo assim, é possível acreditar que o agente não agirá sempre em detrimento dos melhores interesses do principal ao buscar maximizar a sua própria utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses conflitos de interesses entre as partes envolvidas no contrato dão origem aos conflitos de agência.

Os conflitos de agência ocorrem pela inexistência de contrato completo e pela inexistência do agente perfeito. De acordo com Klein (1985), a incompletude contratual ocorre pelas características próprias do ambiente de negócios, que é marcado por descontinuidades e incertezas. Desse modo, é difícil escrever um contrato que antecipe e especifique completamente todas as ocorrências e mudanças futuras que possam ocorrer nesse ambiente caracterizado por constantes transformações e inúmeras ocorrências imprevisíveis.

Em relação ao agente perfeito, devido à natureza humana ser mais voltada para suas próprias preferências e seus próprios objetivos, torna-se impossível motivar o agente de modo que ele se comporte como um agente perfeito, o qual maximizaria a função utilidade do

principal negando as suas próprias preferências caso necessário (JENSEN; MECKLING, 1994).

Assim, em uma firma, os conflitos de agência surgem, por exemplo, quando os gestores tomam decisões financeiras. Dentre essas decisões está a política de dividendos, que consiste, dentre outros fatores, em determinar o percentual do lucro líquido que será retido para o reinvestimento na própria organização e os volumes de recursos que serão pagos aos investidores (ROSS *et al.*, 2002).

Miller e Modigliani (1961), com base nas hipóteses de mercado perfeito, consideram que as decisões de investimentos não são afetadas por decisões de retenção ou distribuição de dividendos, pois os dividendos correntes podem ser determinados pelos investimentos anteriormente realizados pelas empresas, uma vez que a capacidade de pagamento de dividendos decorre do retorno destes investimentos, sendo que a distribuição de dividendos futuros seguirá o mesmo raciocínio.

No entanto, McCabe (1979) afirma que os mercados de capitais são imperfeitos e que a empresa deve considerar financiamento em sua decisão de investimento, pois os fundos são escassos e ela deve alocá-los entre investimento e dividendos. Assim, após a apuração dos lucros auferidos no exercício, a gestão deve decidir o montante de recursos que será retido para reinvestimento nas suas operações e o volume de recursos que retornará aos acionistas na forma de dividendos (AMBROZINI, 2006). Nessas condições, as políticas de investimento, de financiamento e de dividendos são relacionadas.

De acordo com Gitman (2002), o lucro retido é uma forma de financiamento interno da empresa. As empresas podem aumentar a retenção de recursos quando existem oportunidades e realizações de novos investimentos, uma vez que esses fatores influenciam a necessidade de capital da empresa (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003). Neste caso, a retenção do lucro pode servir a propósitos que atendem aos interesses de todos os acionistas da empresa, pois a existência de recursos disponíveis permite que a empresa aproveite as oportunidades de investimentos rentáveis que possam surgir (KEYNES, 1936).

Entretanto, a retenção de elevados percentuais dos recursos gerados internamente pode gerar conflitos de agência, pois os administradores podem agir visando seus interesses pessoais e utilizar o fluxo de caixa livre (excesso do lucro após os investimentos rentáveis) para consumir gratificações em excesso ou investir em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Tais ações podem destruir o valor da empresa e, portanto, são contrárias aos interesses dos acionistas.

Por outro lado, quando as empresas aumentam a distribuição de dividendos, há redução dos recursos disponíveis e surge a necessidade de usar outra forma de financiar seus investimentos, como a obtenção de recursos externos (LOSS; NETO, 2006). Ou seja, com poucos recursos disponíveis, os gestores seriam forçados a recorrerem regularmente ao mercado financeiro para obterem novo capital, inibindo o capital investido sobre investimentos questionáveis, uma vez que os agentes internos ficam sujeitos à avaliação mais criteriosa por parte dos agentes externos (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; BAKER; POWELL, 1999). Assim, dividendos mais altos se tornaria um substituto de baixo custo para o monitoramento dos gestores, reduzindo os custos de agência (HARADA; NGUYEN, 2006).

Desse modo, o pagamento de dividendos pode contribuir, pelo menos parcialmente, para reduzir os conflitos de agência, pois ao reter uma menor proporção dos lucros, haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos gestores, reduzindo assim as oportunidades destes desperdiçarem dinheiro em projetos não lucrativos ou de outras maneiras não vantajosas para os acionistas. Ou seja, com menos recursos disponíveis, os gestores teriam que utilizar tais recursos de maneira mais eficiente (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG; LITZENBERGER, 1989; FAMA; FRENCH, 2001; BARTRAM *et al.*, 2012).

No entanto, vale ressaltar que a distribuição de dividendos não é a única maneira de reduzir fundos discricionários à disposição dos gestores, tal redução também pode ser feita por meio de contração de novas dívidas. Ao contrair dívidas, os administradores reduziriam os recursos disponíveis através do pagamento de juros (ZAGONEL, 2013). Sendo assim, a dívida seria utilizada para reduzir os custos de agência dos fluxos de caixa livre em substituição ao pagamento de dividendos (JENSEN, 1986; HEINEBERG; PROCIAHOY, 2003).

Trabalhos anteriores estudaram a relação entre conflitos de agência e política de dividendos em empresas com estrutura de propriedade diluída e encontraram evidências de que os custos de agência tendem a influenciar o pagamento de dividendos e que, com a finalidade de reduzir os conflitos de agência entre acionistas e gestores, as empresas podem aumentar a distribuição de dividendos aos acionistas. Podem ser citados como importantes exemplos de trabalhos nos quais as evidências vão neste sentido: Lloyd *et al.* (1985), Holder *et al.* (1998) e Hardin e Hill (2008).

Lloyd *et al.* (1985) estudaram o custo de agência como um fator explicativo do índice de *payout*. Utilizando regressões lineares múltiplas estimadas pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para uma amostra de 957 empresas no trimestre de julho-

setembro de 1984, obtidos na base *Value Line*, os autores acrescentaram a variável tamanho ao modelo de Rozeff (1982) e encontraram resultados que sinalizaram que os custos de agência e o tamanho da empresa influenciaram o pagamento de dividendos.

Holder *et al.* (1998), por sua vez, analisaram as relações entre as políticas de dividendos e de investimentos das empresas, considerando os conflitos entre a empresa e seus acionistas não representativos de capital. Utilizando dados de 477 empresas norte-americanas para o período de 1983 a 1990, os autores usaram uma análise *pooled time series cross-sectional* para testar um modelo de regressão linear múltipla. Tais autores introduziram o fluxo de caixa livre como mais uma variável de custo de agência. Os resultados mostraram uma relação positiva entre *payouts* de dividendos e fluxo de caixa livre. Assim, as empresas com capital mais pulverizado possuíam, na média, maior custo de agência entre acionistas e administradores e, associados a esse custo, maiores *payouts* de dividendos. Portanto, tais evidências sugerem que os dividendos seriam influenciados pelos custos de agência.

Já no trabalho de Hardin e Hill (2008), foram investigados os determinantes do excesso de pagamento de dividendos (acima dos requisitos obrigatórios) em fundos de investimento imobiliário. Para uma amostra de 498 fundos com informações referentes aos anos de 1999 a 2005, os autores estimaram modelos *cross-sectional* por MQO, constatando que o excesso de pagamento de dividendos pode estar associado à redução dos custos de agência.

Os trabalhos citados investigaram a influência dos conflitos de agência sobre a política de dividendos em empresas caracterizadas por uma estrutura de capital pulverizada. No entanto, a estrutura de propriedade também pode contribuir para mitigar os problemas de agência entre acionistas e gestores. Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1986) afirmam que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das corporações, pois grandes investidores conseguem monitorar melhor os administradores.

Lloyd *et al.* (1985) corroboram com tal afirmação ao argumentarem que quanto maior a dispersão da propriedade, maior a dificuldade dos *insiders* realizarem a atividade de monitoramento dos administradores e, conseqüentemente, maior o conflito de agência entre acionistas e administradores. Assim, a concentração da propriedade favorece um monitoramento ativo dos acionistas sobre os gestores, de modo que estes ajam de maneira alinhada ao objetivo de entregar valor ao acionista, resultando em melhor desempenho da empresa (HARADA; NGUYEN, 2006).

No entanto, apesar de ser benéfica para diminuir os gastos de monitoramento com a gestão e contribuir para a redução dos conflitos de agência entre gestores e acionistas, a

concentração de propriedade e controle pode ocasionar outro conflito de agência, dessa vez entre acionistas majoritários e minoritários.

Em empresas onde um (ou poucos) acionista(s) tem o poder de influenciar o controle da firma, as decisões tomadas pela administração nem sempre estarão de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, mas sim em consonância ao atendimento dos propósitos dos acionistas controladores (LA PORTA *et al.*, 2000; CARVALHAL DA SILVA, 2002).

Dessa maneira, empresas com elevada concentração de propriedade e controle, como as empresas brasileiras, o principal conflito de agência ocorre entre os acionistas controladores (majoritários) e minoritários. A alta concentração da propriedade e do controle nas empresas brasileiras foi observada em vários trabalhos anteriores.

Valadares e Leal (2000) verificaram que, no final de 1996, o maior acionista possuía, em média, 58% das ações ordinárias das empresas brasileiras, enquanto os três maiores e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 78% e 82% destas ações, respectivamente. As evidências encontradas por Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), no final de 1998, também revelaram um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil. Os resultados deste estudo mostraram que o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 61%, 79% e 84%, respectivamente.

Conforme evidências de Carvalhal da Silva (2004) para o ano de 2000, na média, os três maiores acionistas controlavam uma empresa situada no Brasil. O maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuíam, em média, 72%, 85% e 87% dos votos, respectivamente. Além disso, a diferença entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas em relação ao percentual nas mãos dos minoritários era significativa. Esse autor também observou que, mesmo nas companhias sem um acionista majoritário, o maior acionista possuía 37% do capital votante, enquanto os três e os cinco maiores acionistas possuíam 62% e 66% das ações ordinárias, respectivamente.

Bortolon (2013) analisou as estruturas de propriedade de 271 companhias brasileiras não financeiras listadas na Bovespa no ano de 2004 e 257 no ano de 2006. A autora observou as participações diretas e indiretas sobre o controle e encontrou evidências de que em 2004 o maior acionista possuía diretamente 64,75% das ações ordinárias e indiretamente 49,66%, enquanto em 2006, 59,03% das ações ordinárias estavam em posse do maior acionista de modo direto e 46,36% de modo indireto.

Segundo Procianny (1994), a elevada concentração da propriedade e do controle, como a observada no Brasil, provoca sobreposição entre gestão e propriedade, de modo que o conselho de administração é muitas vezes formado pelos acionistas controladores ou

influenciado pelos mesmos. Essa relação foi observada por Dutra e Saito (2002). Ao investigar os conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, a partir de dados do encerramento do exercício de 1999, estes autores observaram que os conselhos eram amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores.

Sendo assim, a influência dos acionistas controladores sobre o conselho de administração possibilita que tais acionistas utilizem os recursos da empresa visando seus interesses pessoais em detrimento aos acionistas minoritários. Os acionistas controladores podem, por exemplo: (i) fixar salários e gastos pessoais excessivos; (ii) apropriar-se diretamente do lucro; (iii) vender produtos, ativos ou ações da firma por eles controlada a preços abaixo do mercado para outra empresa da qual é proprietário; (iv) empregar familiares não qualificado em cargos gerenciais; (v) utilizar os ativos da empresa em benefício próprio, em detrimento aos interesses dos acionistas minoritários; (vi) negociar valores mobiliários da companhia em posse de informações confidenciais ou condições vantajosas; (vii) auferir benefícios privados do controle, que não são compartilhados com os acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 2002; CARVALHAL DA SILVA, 2004; BELLATO *et al.*, 2006).

O conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários pode ser acentuado em empresas onde há a separação entre propriedade e controle por meio da emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e com direito a voto (ações ordinárias), pois a existência de ações ordinárias e preferenciais desvincula o direito de votos (participação que um acionista tem nas ações ordinárias de uma empresa) do direito sobre o fluxo de caixa (participação que um acionista tem no capital total de uma corporação).

Na existência dessa desvinculação, o acionista controlador têm discricção e incentivos para extrair benefícios privados do controle, uma vez que arca apenas com uma fração dos custos (dividendos que deixam de ser recebidos na proporção de seus direitos sobre o fluxo de caixa), mas recebe todos os benefícios privados do controle que não são compartilhados pelos acionistas minoritários (GUGLER; YURTOGLU, 2003).

Segundo Doidge (2004), os benefícios privados do controle correspondem ao uso, pelos controladores, do seu direito de voto para utilizarem recursos da empresa em benefício próprio em detrimento aos acionistas minoritários. Estudos anteriores encontraram evidências de que o valor e o desempenho da empresa estão positivamente relacionados à concentração do fluxo de caixa, e relacionados negativamente à concentração do controle e à separação dos direitos de controle e sobre o fluxo de caixa.

Claessens *et al.* (2002) investigaram a relação entre as estruturas de propriedade e o valor de mercado de empresas de capital aberto no Leste Asiático. Com base nos dados de 1.301 empresas, no ano de 1996, os autores encontraram evidências de que o valor da empresa está relacionado positivamente à concentração de propriedade sobre o fluxo de caixa do maior acionista, e negativamente relacionado à diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador.

Silveira *et al.* (2004) analisaram a existência de uma relação entre o valor da companhia e a separação dos direitos de voto e sobre o fluxo de caixa. Com base em uma amostra composta por empresas abertas não financeiras listadas na Bovespa, no período de 1999 a 2002, e o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e os procedimentos de efeitos fixos e efeitos aleatórios para análise de dados em painel, os autores encontraram uma relação negativa não significativa estatisticamente entre o valor da companhia e a disparidade dos direitos de voto e sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores.

Tais evidências sugerem que a disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa pode aumentar a probabilidade de extração de benefícios privados do controle por parte dos acionistas controladores em detrimento aos acionistas minoritários, isso ocorre principalmente quando as empresas estão localizadas em países com fraca proteção legal (GROSSMAN; HART, 1988; HARRIS; RAVIV, 1988).

De acordo com Morek, Shleifer e Vishny (1988), quando as ações de propriedade e de controle são detidas pela mesma pessoa há menos conflitos de interesse. Esta redução de conflitos ocorre porque “a vinculação proporcional entre o direito de voto e o direito na participação no capital total favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios” (IBGC, 2009, p.21). No entanto, no Brasil, a emissão de ações sem direito a voto, permitida pela legislação brasileira, viola a regra “uma ação – um voto” e possibilita que os direitos de voto dos acionistas controladores excedam consideravelmente os seus direitos sobre o fluxo de caixa, contribuindo para o aumento dos custos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários e deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador (GORG, 2004; SILVEIRA; BARROS, 2008).

Trabalhos anteriores encontraram evidências de uma diferença significativa entre o direito de votos e o direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista nas empresas brasileiras. Valadares e Leal (2000) verificaram que, no final de 1996, o maior acionista possuía, em média, 58% das ações ordinárias e 41% das ações totais. Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002) observaram que, no final de 1998, o maior acionista detinha 61% das ações votantes e 43% das ações totais. De acordo com as evidências encontradas por Carvalhal da Silva

(2004), para o ano de 2000, o maior acionista tinha 72% das ações ordinárias e 51% das ações totais. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) observaram que, para o ano de 2002, o maior acionista das empresas de capital aberto com ações listadas na Bovespa possuía, em média, 72% das ações votantes e 48,1% das ações totais.

A fim de minimizar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, as empresas podem aumentar o pagamento de dividendos, pois ao pagar dividendos, os gestores retornariam os lucros da empresa aos acionistas e não seriam capazes de usar esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000).

Além disso, a distribuição de dividendos pode ser usada como um mecanismo para transmitir informação ao mercado que os acionistas minoritários estão sendo tratados de maneira justa, ou seja, não estão sendo expropriados, criando assim uma boa reputação para a empresa (URZÚA; ALVARADO; HERMOSILLA, 2012). Trabalhos anteriores analisaram a relação entre distribuição de dividendo e os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

Procianoy (1994) analisou a importância da tributação sobre a decisão dos gestores das empresas brasileiras em distribuir ou reter os dividendos. De acordo com a teoria da preferência tributária, quando há diferença na taxa de imposto sobre dividendos e ganhos de capital, os acionistas tendem a escolher a opção que lhe gera menos encargos tributários (LOSS; NETO, 2003). “Nos Estados Unidos, as alíquotas tributárias sobre dividendos pagos à pessoa física são maiores que as alíquotas sobre ganhos de capital” (BRITO; LIMA; SILVA, 2009). Com base nessa estrutura tributária, os acionistas deveriam preferir ser remunerados indiretamente via recompra de ações a remuneração direta por meio de dividendos. Já no Brasil, a vantagem de impostos é em relação à remuneração direta, pois as empresas pagam maiores alíquotas de imposto de renda sobre ganhos de capital do que sobre dividendos.

Neste contexto, considerando a alteração na legislação brasileira em 1988, a qual eliminou a tributação sobre os dividendos a partir de 1989 e alterou a tributação sobre os ganhos de capital para 25%, Procianoy (1994) esperava que os gestores aumentassem a distribuição de dividendos como meio de reduzir a tributação para os investidores, maximizando assim as riquezas destes. Utilizando regressões lineares, sendo a variável dependente o *payout* de dividendos por ano, e uma amostra formada por 42 empresas listadas na Bovespa que pagaram dividendos nos cinco dos seis possíveis exercícios sociais entre 1987 e 1992, Procianoy (1994) verificou a existência de uma relação negativa entre concentração de controle e *payout* de dividendos nas empresas brasileiras. Este autor concluiu

que a tributação exerce alguma influência sobre a política de dividendos das empresas brasileiras, mas os controladores possuem forte tendência a reter a maior parcela possível dos resultados, criando assim um conflito de agência.

As evidências encontradas por Procianny (1994) também foram observadas em estudos posteriores. Brito, Lima e Silva (2009) observaram que a tributação é favorável a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras. Utilizando os dados de 242 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto entre os anos de 1990 e 2003 – período que abrange sete modificações na legislação tributária sobre dividendos e ganhos de capital – os autores realizaram uma análise da evolução da remuneração direta (pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio) aos acionistas juntamente com uma análise dos fatores determinantes da remuneração direta baseada em regressões *logit*. Os resultados mostraram que as empresas brasileiras aumentaram a proporção do lucro líquido distribuído, uma vez que a distribuição direta de resultados tornou-se a menos onerosa das formas de remuneração. Além disso, os autores observaram que as empresas brasileiras mais lucrativas, maiores e menos endividadas apresentaram maior probabilidade de distribuir dividendos aos acionistas.

No entanto, mesmo a configuração tributária no Brasil sendo favorável às empresas remunerarem os acionistas diretamente, ao testarem as previsões das teorias *Trade-off* e *Pecking Order* sobre dividendos e dívida no Brasil, Silva e Brito (2005) encontraram evidências de que as empresas brasileiras distribuem menor proporção dos lucros em forma de dividendos em relação às norte-americanas. Utilizando as informações de 111 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 1995 a 2001 e o método de Fama e MacBeth (1973), os autores constataram que as empresas brasileiras têm uma meta de remuneração de aproximadamente 15% do lucro líquido, enquanto as empresas norte-americanas distribuem em torno de 41% do lucro líquido na forma de dividendos. Os autores também observaram que as firmas brasileiras pagadoras de dividendos são mais lucrativas e menos endividadas.

Com base no modelo de custo de agência, “a comparação entre empresas brasileiras e americanas estaria confirmando que os dividendos são pagos por pressão dos minoritários, dada a evidência que estes últimos são mais protegidos nos EUA do que no Brasil, como em La Porta *et al.* (2000)” (SILVA; BRITO, 2005, p.58). Dessa forma, os resultados observados por Silva e Brito (2005) e Brito, Lima e Silva (2009) corroboram com o argumento de Procianny (1994) de que mesmo a legislação tributária no Brasil influenciando positivamente a política de dividendos das empresas, os controladores retêm a maior parcela dos lucros, criando um conflito de agência entre controladores e acionistas minoritários.

Claessens *et al.* (1999) encontraram evidências de expropriação de acionistas minoritários com base em informações sobre a estrutura de propriedade em dezembro de 1996 ou no final do ano fiscal de 1996, para uma amostra de 2.658 empresas de capital aberto (incluindo instituições financeiras e não financeiras) localizadas em 9 países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia). Os autores regressaram, por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), a variável independente ‘excesso de valor da empresa’ (estimado como a razão entre o valor real da empresa e seu valor imputado) sobre as variáveis dependentes, dentre elas as variáveis ‘direitos de controle’ e ‘direitos sobre os fluxos de caixa’ e encontraram uma relação negativa entre o excesso de valor da empresa e os direitos de controle. Tal resultado sugere que a maior concentração de direitos de controle leva a expropriação dos acionistas minoritários. Essa evidência foi corroborada com testes adicionais, os quais mostraram que alto nível de direito de controle fornece maiores oportunidades para o acionista controlador expropriar o acionista minoritário.

Carvalho da Silva (2004) encontrou evidências de potencial conflito de interesses entre os acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras. Utilizando métodos estatísticos de regressão linear múltipla para uma amostra composta por 225 companhias listadas na Bovespa no ano de 2000, o autor analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade na política de dividendos de empresas brasileiras e observou uma relação negativa entre concentração de controle e nível de *payout* de dividendos. O autor também observou que empresas com grande separação entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador apresentam baixo nível de *payout*. Já as empresas com grande concentração de direito sobre o fluxo de caixa nas mãos do acionista controlador distribuem alto nível de *payout*.

Evidências de conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários também foram encontradas em diversos países, como na Suécia por Bergstrom e Rydqvist (1990), nos Estados Unidos por Barclay e Holderness (1989), na Itália por Zingales (1994), na Finlândia por Maury e Pajuste (2002), na Alemanha por Gugler e Yurtoglu (2003) e no Reino Unido por Khan (2006).

Harada e Nguyen (2006) analisaram o efeito da concentração da propriedade sobre a política de dividendos das empresas japonesas. Os autores investigaram as seguintes hipóteses: (i) se a concentração de propriedade possibilita o alinhamento de interesses entre gestor e acionista, deveria haver uma distribuição de dividendos mais elevados para remover o excesso de caixa sob o controle da gestão, impondo assim uma maior disciplina financeira;

(ii) se a concentração de propriedade facilita a expropriação de renda pelos acionistas controladores, o pagamento de dividendos seria mais baixo. Usando informações de empresas não financeiras listadas na bolsa de valores de Tóquio para o período de abril de 1995 a março de 2002 e os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Tobit, os autores observaram uma relação negativa entre pagamento de dividendos e concentração de propriedade. Esse resultado mostra que a distribuição de dividendos é influenciada pelos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários.

Bellato *et al.* (2006) investigaram a existência de uma relação entre o excesso do poder de voto detido pelo acionista controlador e a taxa de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto. Utilizando os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), efeitos aleatórios e efeitos fixos para um painel de 153 empresas entre os anos de 1998 e 2003, os autores encontraram evidências de uma relação negativa entre o excesso de poder de voto detido pelo acionista controlador e a taxa de pagamento de dividendos (*dividend yield*) nas empresas brasileiras.

Santos (2008) avaliou se o perfil dos acionistas controladores de uma companhia pode influenciar sobre o percentual do lucro que é distribuído como dividendos aos acionistas. Com base em uma amostra constituída pelas firmas brasileiras mais líquidas por volume de negociação entre os anos de 2001 e 2006, listadas na Bovespa, e usando o modelo de regressão estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), o autor observou que as empresas onde os maiores acionistas faziam parte do conselho de administração distribuíram maior percentual do lucro aos acionistas na forma de dividendos, enquanto as companhias onde o acionista controlador é o governo distribuíram um percentual menor. O autor também observou que o percentual do lucro distribuído na forma de dividendos está negativamente relacionado com a concentração de controle e positivamente relacionado com o tamanho da empresa.

Hahn *et al.* (2010) também estudaram a relação entre política de dividendos e conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras de capital aberto. Utilizando uma análise de regressão com dados em painel com informações das empresas listadas na Bovespa que pagaram dividendos entre o período de 1996 e 2008, os autores encontraram uma relação positiva entre a concentração acionária e o *payout* nas empresas brasileiras que pagaram dividendos acima de 25%. Esses resultados sugerem que as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos como um mecanismo para reduzir potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Michael (2013) analisou se o conflito de agência nas empresas nigerianas influencia a política de dividendos de tais empresas. Usando informações de empresas de capital aberto e um modelo de equação de regressão múltipla, o autor encontrou evidências de que a política de dividendos das empresas listadas na bolsa de valores da Nigéria não é destinada a resolver os problemas de agência existentes em tais empresas. De acordo com Michael (2013), para resolver esses problemas é necessário que as empresas estabeleçam uma boa estrutura de governança corporativa criando uma melhor estrutura de decisão para dividendos, de modo que os acionistas sejam cada vez mais representados no conselho das empresas e os seus interesses considerados nas decisões de política de dividendos, aumentando sua satisfação e reduzindo os conflitos de agência.

Nnadi, Wogboroma e Kabel (2013) investigaram os fatores determinantes da política de dividendos de empresas listadas nas bolsas de valores africanas. Utilizando os dados financeiros de 1.742 empresas e o método Tobit em painel, os autores encontraram evidências de que o custo de agência é o fator determinante mais dominante da política de dividendos entre as empresas africanas. Os resultados mostraram que a proporção do total de ações detidas pelos *insiders* (*proxy* para custo de agência) tem impacto negativo sobre o nível de dividendos pagos; a governança corporativa tende a ser dominada pelo *insider ownership* de modo que os acionistas minoritário não são capazes de exercer muita influência sobre a política de dividendos; a alavancagem financeira está negativamente relacionada com a política de dividendos; a idade da empresa e a rentabilidade estão positivamente relacionadas com a política de dividendos.

Lima (2014) investigou a relação entre a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras de capital aberto e as suas respectivas estruturas de propriedade e de controle. Utilizando as informações de 297 companhias abertas no período de 2005 a 2012 e o modelo Tobit, o autor encontrou evidências de que as empresas com estruturas de propriedade e de controle mais concentradas tendem a distribuir menos dividendos. Os resultados também mostraram que apesar da diferença entre concentração de propriedade e de controle ter reduzido nos últimos anos, isso não resultou em níveis mais elevados de pagamentos de dividendos. Assim, os resultados confirmam a existência de conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras.

Manneh e Naser (2015) investigaram os fatores que afetam a política de dividendos das empresas não financeiras que operam nos Emirados Árabes Unidos com ações negociadas na Abu Dhabi Securities Exchange (ADX). Utilizando informações de relatórios anuais de 31 empresas para o período entre 2000 e 2012 e o método de dados em painel, os autores

encontraram evidências de que a política de dividendos está positivamente relacionada com a rentabilidade das empresas, o risco, os fluxos de caixa livre, o tamanho, os acionistas majoritários, mas negativamente relacionado com o nível de alavancagem financeira das empresas. Tais resultados corroboram a teoria de agência.

Como visto na revisão de literatura dos trabalhos que investigaram a relação entre política de dividendos e teoria de agência, nota-se que, de modo geral, em empresas com estrutura de capital pulverizada há uma relação positiva entre política de dividendos e conflitos de agência entre os acionistas e os gestores. Estudos empíricos realizadas em empresas com estrutura de capital pulverizado encontraram evidências de que os custos de agência tendem a influenciar o pagamento de dividendos e que, com a finalidade de reduzir os conflitos de agência entre acionistas e gestores, as empresas podem aumentar o índice de *payout* aos acionistas.

Já nas empresas com estrutura de propriedade e de controle concentrada, o maior conflito de agência ocorre entre os acionistas controladores e minoritários. Estudos empíricos realizados em empresas com esta característica não encontraram evidências definitivas sobre a relação entre os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários e a política de dividendos.

A redução dos conflitos de agência nas corporações também pode ser estabelecida por uma boa estrutura de governança corporativa, a qual desenvolva uma estrutura de decisão para os dividendos que leve em consideração os interesses de todos os acionistas. Na próxima seção, serão apresentadas (i) definições de governança corporativa; (ii) a relação entre governança corporativa e a estrutura de propriedade; (iii) algumas medidas institucionais e governamentais adotadas para contribuir com o desenvolvimento das práticas de governança corporativa no Brasil e, (iv) a relação entre governança corporativa e política de dividendos.

2.2 Governança Corporativa e Política de Dividendos

O termo governança corporativa pode ser definido de diversas maneiras. Não existe uma única definição aceita para esse termo.

Conforme Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa visa minimizar a probabilidade de os gestores tomarem decisões que não maximizem a riqueza dos acionistas,

servindo assim como um instrumento pelo qual os fornecedores de capital das empresas são assegurados do retorno de seus investimentos.

Para La Porta *et al.* (2000), “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”.

De acordo com a definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009), “governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”. Dessa maneira, boas práticas de governança corporativa alinham os interesses com o objetivo de otimizar o valor da empresa, facilitam o acesso a recursos e contribuem para a continuidade da organização (IBGC, 2009).

A reconciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos pode ser realizada por meio de mecanismos de governança corporativa (BECHT; BOLTON; RÖEL, 2002). As regras de governança corporativa adequadamente projetadas fornecem proteções aos acionistas, permite a minimização dos custos de capital, de mão de obra e de outros insumos e possibilita a maximização do valor dos produtos ou serviços oferecidos aos clientes de uma empresa (BECHT; BOLTON; RÖEL, 2002).

De acordo com Silveira (2002, p.14), os mecanismos de governança corporativa podem ser internos ou externos. Os principais mecanismos internos estão relacionados ao conselho de administração; sistemas de remuneração; estrutura de propriedade (posse de ações pelos gestores e conselheiros). Enquanto os mecanismos externos referem-se ao mercado de trabalho competitivo; mercado de aquisição hostil; relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente (auditoria e agentes do mercado financeiro).

Uma discussão aprofundada sobre os mecanismos de incentivos e controle baseado em sistemas de remuneração, mercado de trabalho competitivo, mercado de aquisição hostil pode ser encontrada em Jensen e Meckling (1976), Alchian e Demsetz (1972), Mitnick (1975), Harris e Raviv (1978, 1979), Shavell (1979), Fama (1980), Eisenhardt (1989) e Miller (2005).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a estrutura de propriedade e a proteção legal do país são os determinantes mais importantes de governança corporativa. Conforme La Porta *et al.* (1998), a diferença existente na proteção legal aos investidores em diferentes países pode ajudar a explicar a estrutura de propriedade das empresas. Estes autores encontraram uma forte correlação negativa entre a qualidade da proteção legal aos acionistas e a concentração de propriedade.

Com base em uma amostra de 49 países em torno do mundo, La Porta *et al.* (1998) observaram que a concentração acionária é uma resposta para a fraca proteção aos investidores. Países com fraca proteção aos investidores geralmente apresentam empresas com maior concentração de controle, enquanto melhores padrões contábeis e melhores medidas de proteção aos acionistas estão relacionadas a uma baixa concentração de propriedade (LA PORTA *et al.*, 1998; LA PORTA *et al.*, 1999).

A proteção aos acionistas de receberem os recursos investidos como, por exemplo, na forma de dividendos, determina sua disponibilidade em financiar uma empresa. Tal proteção deve ser proveniente de leis e da qualidade de *enforcement* das mesmas (LA PORTA *et al.*, 1998). O ambiente legal é muito importante para garantir aos acionistas, principalmente aos minoritários, os seus direitos em situações que envolvem a tomada de decisões pelos acionistas controladores (LA PORTA *et al.*, 2000; HAHN *et al.*, 2010).

Com o intuito de verificar se a legislação do país influencia a política de dividendos das empresas, La Porta *et al.* (2000) investigaram se a melhor proteção ao acionista minoritário estaria associada a maiores *payouts* de dividendos. Os autores realizaram testes para 4.000 empresas espalhadas por 33 países, os quais têm diferentes níveis de proteção aos acionistas minoritários. As informações empregadas no estudo referiam-se aos anos de 1989 e 1994, sendo retiradas do *WorldScope Database*. Este banco de dados divulga informações sobre as maiores empresas listadas em 46 países. No entanto, entre outros critérios, foram excluídas do estudo as empresas listadas em países socialistas, em Luxemburgo e em países com políticas de dividendos obrigatórios¹. Os resultados mostraram que, em países *Common Law*², os acionistas minoritários tem maior proteção legal e as empresas pagam maiores dividendos do que em países *Civil Law*³, onde a proteção é mais fraca.

Além disso, La Porta *et al.* (2000) observaram que em países com maior proteção legal, os acionistas minoritários aceitam menores *payouts* de dividendos quando a empresa está em fase de crescimento e apresentam boas oportunidades de investimento. A justificativa dada é que os acionistas acreditam que, nesta situação, eles podem extrair dividendos elevados no futuro, pois conseguem pressionar os gestores, uma vez que possuem acesso a diversos mecanismos legais, como o direito de votar em assuntos corporativos importantes e o

¹ Outros critérios de exclusão: empresas financeiras; empresas total ou parcialmente de propriedade do governo; empresas com informações incompletas; empresas com lucro líquido negativo ou fluxo de caixa negativo em 1994; empresas de capital fechado e empresas com dividendo superior às vendas.

² Nos países *Common Law*, as leis derivam da legislação inglesa, a qual é formada por precedentes de decisões judiciais (La Porta *et al.*, 1998).

³ Nos países *Civil Law*, a legislação deriva do direito romano, o qual depende fortemente de juristas para averiguar e formular as suas regras. Para que algo tenha valor é necessário que haja uma menção clara e específica na lei (Merryman, 1969; Lopes e Martins, 2005).

direito de processar a empresa por danos. Já em países com fraca proteção aos acionistas minoritários, estes preferem receber dividendos independentemente da empresa estar em fase de crescimento ou de maturidade. Tais resultados corroboram a teoria de agência.

La Porta *et al.* (1998) consideravam que em países com fraca proteção legal aos acionistas, um bom *enforcement* da lei contribuiria para o aumento na proteção aos acionistas. No entanto, de acordo com as evidências encontradas, o *enforcement* da lei é mais forte nos países com maior proteção aos acionistas e mais fraco nos países com baixa proteção aos acionistas. Diante de tais evidências, se em países com fraca proteção legal aos acionistas também existe fraca *enforcement* da lei, outros mecanismos são necessários para garantir a proteção aos acionistas minoritários e, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de capitais.

De acordo com Klapper e Love (2004), melhores práticas de governança corporativa mitiga a pobre proteção legal aos investidores, entretanto, elas não são um substituto perfeito para tal proteção, de modo que a melhoria do sistema legal continua sendo importante. Contudo, “ao melhorar a governança corporativa ao nível da empresa, as empresas podem demonstrar um compromisso com a proteção de investidores que se traduz em resultados econômicos reais” (MITTON, 2004, p. 412), pois ao se comprometer com a proteção dos interesses dos seus investidores, a firma consegue captar mais recursos e financiar bons projetos (SROUR, 2005).

Segundo Srouer (2005), a inexistência de problemas de governança deixaria o investidor externo indiferente entre a distribuição dos lucros da empresa na forma de dividendos ou a reinversão dos mesmos na firma, pois esta alternativa promoveria um aumento no valor da firma. No entanto, quando existem conflitos de interesses entre controlador e investidores externos, o primeiro poderia aumentar a retenção de recursos gerados internamente com a intenção de aumentar o seu prêmio de controle. “Em outras palavras, em firmas onde o problema de governança é mais grave, os lucros retidos e acumulados ao longo do tempo não seriam totalmente transferidos para os acionistas minoritários” (SROUR, 2005, p. 646).

Por outro lado, o sistema legal juntamente com práticas rigorosas de governança corporativa tenderia a assegurar que os investidores sejam recompensados pelos seus investimentos na empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; RIBEIRO *et al.*, 2013). Sendo assim, a qualidade das práticas de governança corporativa pode ser vista como uma fonte de informação adicional à tomada de decisão (ARIFF; IBRAHIM; OTHMAN, 2007).

Mitton (2004) analisou o impacto do nível de governança corporativa sobre a política de dividendos das empresas em mercados emergentes. Utilizando uma amostra de 365 empresas espalhadas por 19 países, *ratings* de governança corporativa desenvolvido pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), dados financeiros sobre as empresas coletados no banco de dados *Worldscope* e o método de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), o autor encontrou evidências de que as empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Desse modo, os acionistas têm poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004).

Michaely e Roberts (2006) compararam as políticas de dividendos das empresas de capital aberto com as empresas de capital fechado no Reino Unido. De acordo com os resultados encontrados, os mecanismos de governança corporativa que protegem os acionistas das empresas de capital aberto resultam em políticas de dividendos que distribuem um percentual relativamente maior dos lucros quando comparadas com as companhias de capital fechado, para as quais esse mecanismo não está disponível para mitigar conflitos de agência. Os autores também observaram que os acionistas de empresas de capital aberto estão dispostos a aceitar baixo pagamento de dividendos das companhias com oportunidades de investimentos elevados.

Mota e Eid Junior (2007) analisaram empiricamente as motivações relacionadas com a definição da política de distribuição dos lucros das empresas brasileiras. Utilizando uma amostra constituída por empresas listadas na Bovespa, no período de 2000 a 2005, e os modelos de regressão Tobit e Logit, os autores encontraram evidências de que as empresas mais preocupadas com a governança corporativa tendem a distribuir uma maior parcela dos seus lucros na forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio com o intuito de sinalizar ao mercado que não estão expropriando os acionistas minoritários. Os autores também observaram que as empresas com estabilidade nos fluxos de caixa, menos endividadas e com poucas oportunidades de investimentos apresentaram maiores índices de *payout*.

Kowalewski, Stetsyuk e Talavera (2007) estudaram empiricamente a relação entre as práticas de governança corporativa e a política de dividendos na Polônia. Com base nos dados de 110 empresas não financeiras listadas na bolsa de Varsóvia, no período de 1998 a 2004, os autores utilizaram o método *Pooled Tobit* e encontraram evidências de que as empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a distribuir mais dividendos. Os resultados sugerem que as empresas pagam dividendos mais elevados quando os direitos dos

acionistas estão mais bem protegidos. Assim, tais resultados suportam a hipótese de que, em empresas que fornecem fortes direitos aos acionistas minoritários, o poder é muitas vezes usado para extrair dividendos. Os autores também notaram que empresas maiores e mais rentáveis apresentaram maiores índice de *payout*, enquanto as empresas mais endividadas distribuíram menos dividendos.

Adjaoud e Ben- Amar (2010) investigaram a relação entre a qualidade da governança corporativa e a política de dividendos no Canadá. Com base nas informações de 714 empresas listadas na bolsa de Toronto no período de 2002 a 2005 e usando o método regressão Tobit, os autores encontraram evidências de que as empresas com governança corporativa mais forte apresentaram pagamentos de dividendos mais elevados.

Yarram (2015) investigou a influência de melhores práticas de governança corporativa nas decisões de distribuição de dividendos em empresas australianas. Com base em uma amostra composta por 413 empresas australianas não financeiras incluídas no *All Ordinaries Index* no período de 2004 a 2009 e usando os modelos Logit e Tobit em painel; o autor encontrou evidências de que melhores práticas de governança corporativa têm influência positiva e estatisticamente significativa sobre a decisão de pagar dividendos e sobre o nível médio de pagamento de dividendos. Os resultados também mostraram que a rentabilidade influencia positivamente as decisões de pagamento de dividendos, enquanto as oportunidades de crescimento têm impacto negativo sobre o nível médio de pagamento de dividendos.

Boas práticas de governança corporativa resultam da adoção de mecanismos que conduzem os gestores a proteger os interesses dos acionistas (ALMEIDA *et al.*, 2010). De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009), os princípios fundamentais da boa governança corporativa são: transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa. A transparência está relacionada à disponibilização, para as partes interessadas, de informações acima das exigidas por disposições de leis ou regulamentos; a transparência adequada proporciona um clima de confiança dentro da firma e nas relações da empresa com terceiros. A equidade refere-se ao tratamento igualitário de todas as partes interessadas, de modo que atitudes ou políticas discricionárias sejam extintas. A *accountability* trata-se da prestação de contas dos conselheiros fiscais, acionistas, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores) e auditores sobre sua atuação na empresa. A

responsabilidade corporativa diz respeito à sustentabilidade das organizações pelos agentes de governança⁴.

Conforme o IBGC (2009), o principal componente do sistema de governança é o Conselho de Administração. Este deve sempre tomar as decisões levando em consideração o melhor interesse da organização como um todo, independente das partes que indicaram ou elegeram seus membros. De acordo o IBGG (2009, p. 29):

A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*shareholders* e demais *stakeholders*), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.

A fim de cumprir sua missão, é necessário que o Conselho de Administração tenha uma participação ativa e independente (SILVEIRA, 2002). Para o Conselho de Administração ser independente ele deve ser composto por conselheiros que, entre outras características, sejam isentos de conflito de interesse fundamental e estejam sempre atentos aos assuntos da organização (IBGC, 2009).

O IBGC (2009) recomenda que o conselho de administração seja formado por, no mínimo, cinco e, no máximo, onze conselheiros de acordo com o tamanho da empresa, setor de atuação, complexidade de suas atividades, estágio do seu ciclo de vida e necessidade de criação de comitês. Conforme o código de melhores práticas de governança corporativa, o conselho de administração pode ser composto por conselheiros internos, externos e independentes, mas é recomendável que a organização dê prioridade a conselheiros externos e independentes.

No entanto, em empresas com elevada concentração de controle, como as empresas brasileiras, a eficiência da governança corporativa pode ser comprometida, uma vez que a concentração prejudica a independência dos membros do Conselho de Administração. Segundo Silveira (2002, p.32),

Como decorrência da grande concentração do poder, os membros do Conselho de Administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação da

⁴ Agentes de governança referem-se aos acionistas, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores), auditores e conselheiros fiscais.

orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Com o objetivo de contribuir com a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil e melhorar a credibilidade do mercado de capitais brasileiro, algumas medidas institucionais e governamentais têm sido tomadas ao longo das últimas décadas. Além do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa já mencionado, pode-se citar outras iniciativas como: a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 10.303/01), os Códigos de práticas de governança da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); as resoluções adotadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); a criação do Novo Mercado e os Níveis diferenciados de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA em 2000 (SILVEIRA, 2002; CARVALHAL DA SILVA, 2004; HAHN *et al.*, 2010). A seguir, serão expostas algumas dessas iniciativas.

2.2.1 Legislação brasileira sobre dividendos

No Brasil, as empresas apresentam dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais. Essas ações se diferem pelas suas vantagens, obrigações e direitos oferecidos aos titulares. As ações ordinárias têm como principal característica o direito a voto, de modo que os acionistas detentores desse tipo de ação podem influir nas diversas decisões da empresa. Já as ações preferenciais têm as seguintes vantagens asseguradas por lei: prioridade na distribuição dos dividendos, fixo ou mínimo e/ou prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele (Art. 17 da Lei nº 10.303/01); aquisição do direito ao voto quando a companhia, por três exercícios consecutivos, deixar de pagar dividendos obrigatórios, esse direito é válido até que a empresa efetue o pagamento dos dividendos (Art. 111 da Lei nº 6.404/76).

Tendo em vista a diferença entre as vantagens, as obrigações e os direitos oferecidos aos titulares de cada tipo de ação, a possibilidade de emitir ações preferenciais, de acordo com a legislação brasileira, permite que as empresas de capital aberto emitam ações para capturar recursos sem abrir mão do controle. Esse mecanismo é uma maneira de separar a propriedade do controle (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005).

Como discutido na seção 2.1, quando os direitos de voto dos acionistas controladores excedem consideravelmente os seus direitos sobre o fluxo de caixa, maior a probabilidade das ações dos acionistas controladores não atenderem aos interesses dos acionistas minoritários (SILVEIRA; BARROS, 2008). Estudos também encontraram evidências de que quanto maior o poder do acionista controlador, em termos de direito de voto e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança corporativa (SILVEIRA, 2004).

Com o objetivo de aumentar a proteção aos acionistas minoritários, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, reduziu o limite de emissões de ações preferenciais de até dois terços do capital total da empresa para 50% do capital social da companhia. Tal lei é válida para todas as empresas de capital fechado que abriram capital após outubro de 2001 e para novas empresas.

Além disso, visando o mesmo objetivo, de acordo com o Art. 17 § 1º da Lei nº 10.303/01, as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição ao exercício desse direito só podem ser negociadas no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: (i) direito de participar do dividendo de, no mínimo, 25% do lucro líquido; (ii) o direito de receber dividendo 10% superior ao das ações ordinárias; (iii) os mesmos direitos atribuídos às ações ordinárias se a empresa decidir vender o controle acionário ou fechar o capital.

La Porta *et al.* (1998) afirma que o direito ao dividendo obrigatório pode ser um substituto legal à fraqueza de outras proteções aos acionistas minoritários. No Brasil, assim como em outros países com legislação de origem *Civil Law* francês, existem leis que obrigam a distribuição de recursos aos investidores, como a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Desse modo, a obrigação de pagar dividendos visa limitar as oportunidades de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores (LA PORTA *et al.*, 1998).

De acordo com o Art. 202 da Lei nº 10.303/01, os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório a parcela dos lucros estabelecida no estatuto da empresa. As empresas brasileiras têm liberdade para definir em seu estatuto qual a proporção dos lucros que será paga aos seus acionistas como dividendo mínimo. No entanto, caso a empresa não tenha especificado essa proporção em seu estatuto, o dividendo mínimo obrigatório passará a ser 50% do lucro líquido com os ajustes estabelecidos no artigo 202 da Lei nº 10.303/01. Entretanto, se o estatuto for omissivo, a assembleia geral poderá alterar o dividendo obrigatório para um percentual de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado.

Conforme o § 3º do Art. 202 da Lei nº 10.303/01, em companhias abertas exclusivamente para a capacitação de recursos por debêntures não conversíveis em ações e companhias fechadas, a assembleia poderá deliberar distribuir dividendos inferior ao obrigatório ou reter todo o lucro líquido, caso não haja oposição de qualquer acionista presente. No entanto, conforme o § 1º do Art. 152 da Lei nº 6.404/76, qualquer empresa só poderá remunerar seus administradores com participação nos lucros se o estatuto da companhia fixar o dividendo obrigatório em, no mínimo, 25% do lucro líquido.

De acordo com Assaf Neto (2012, p. 567),

É importante destacar, uma vez mais, que a legislação atual não restringe o direito de uma companhia em fixar o dividendo obrigatório que julgar mais adequado. Em verdade, não se verifica nas disposições legais a necessidade de se estabelecer dividendo obrigatório mínimo de 25% do lucro líquido ajustado. O dividendo obrigatório será sempre aquele definido no estatuto social da companhia, exigindo-se somente sua definição de maneira bastante clara.

O dividendo mínimo obrigatório pode ser composto pelos dividendos propriamente ditos e pelos Juros sobre o Capital Próprio (JSCP). Ambos são formas de remuneração direta aos acionistas, a diferença entre eles é apenas uma questão fiscal. Sendo assim, no presente estudo, o termo ‘dividendos’ refere-se a essas duas formas de remuneração direta aos acionistas, uma vez que não é necessário realizar a discriminação entre dividendos e JSCP para a finalidade desse trabalho.

A figura da remuneração sobre o capital próprio surgiu em 1957 com a implementação do decreto nº 41.019. Esse decreto permitia que as empresas do setor elétrico realizassem o pagamento de JSCP aos acionistas, tornando assim o investimento de longa maturação mais atraente, pois os acionistas obtinham a garantia de um retorno sobre o capital investido antes do início de suas operações. Com a aprovação da Lei 6.404, em 1976, o benefício foi estendido para todos os setores da economia.

Em 1995, os JSCP passaram a ser usados como um incentivo para compensar o fim da correção monetária dos balanços das empresas. A Lei nº 9.249, de dezembro de 1995, permitiu que os JSCP fossem considerados como despesa financeira, reduzindo a base de cálculo do imposto de renda das empresas. “A lei 9.430 de 27 de dezembro de 1996 estendeu essa dedução à base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro, a partir do exercício de 1997, condicionando a dedução ao efetivo pagamento ou crédito aos acionistas” (CARVALHO, 2003, p.33).

De acordo com a legislação tributária, os JSCP são considerados despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda e da contribuição social até os seguintes limites: i) não exceder a variação da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) *pro rata*, fixada pelo Banco Central; ii) a aplicação do percentual da variação da TJLP no período sobre o valor do patrimônio líquido não deve exceder a 50% do maior valor entre: a) o lucro líquido correspondente ao período base do pagamento ou crédito de juros, e b) os saldos de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

Desse modo, os JSCP tornaram-se uma forma alternativa de remuneração direta aos acionistas que, diferente dos dividendos, apresentam benefícios fiscais para a empresa pagadora. Já os acionistas pagam imposto de renda de 15%, diferente dos dividendos que são livres de impostos para eles. Esse imposto é tributado na fonte para as pessoas físicas e pode ser compensado futuramente para as pessoas jurídicas. Brito, Lima e Silva (2009) analisou a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio separadamente e observou que os JSCP se tornaram o principal mecanismo de distribuição direta.

Segundo o § 4º da Art. 202 da Lei nº 6.404/76, o dividendo deixa de ser obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia-geral ordinária a incompatibilidade da distribuição de dividendos com a situação financeira da empresa. O conselho fiscal deve dar parecer sobre essa informação, caso esteja em funcionamento, e os administradores de companhia aberta deverão encaminhar à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de cinco dias da realização da assembleia-geral, exposição justificada da informação transmitida à assembleia. Nesse caso, os lucros que deixarem de ser distribuídos deverão ser registrados como reserva especial e, se não forem usados para cobrir prejuízos subsequentes, devem ser pagos como dividendo assim que a situação financeira da companhia permitir.

De acordo com Martins e Novaes (2012), a existência de regras de dividendos obrigatórios gera custos e benefícios. Estes estão relacionados à dificuldade dos acionistas controladores em desviar ativos corporativos, enquanto os custos referem-se às perdas de valiosos projetos decorrentes da redução dos recursos internos disponíveis para as empresas investirem em suas atividades. Os autores observaram que uma fração significativa das empresas brasileiras de capital aberto usam brechas nas regras de dividendos obrigatórios no Brasil, como a constituição de reserva legal, para evitar pagamento de dividendos. No entanto, mesmo assim, os autores encontraram evidências de que as regras de dividendos são eficazes.

Outra proteção garantida aos acionistas minoritários refere-se ao processo de recompra de ações com a promulgação da Instrução CVM nº 299, de 1999. Segundo Gabrielli e Saito

(2004), a recompra de ações é permitida no Brasil desde 1976, porém, a maior influência do fator legal ocorreu com a Instrução CVM nº 299, a qual dificultou o chamado “fechamento branco”⁵ de capital das companhias cujas ações são transacionadas em bolsa de valores. Em 2001, a Lei nº 10.303 passou a exigir que para a entidade ou o acionista controlador fechar o capital da empresa através de oferta pública, as ações em circulação devem ser adquiridas pelo seu preço justo.

De acordo com o IBGC (2009), quando houver transferência de controle, mesmo que de forma indireta, a oferta de compra de ações deve ser dirigida a todos os acionistas nas mesmas condições (*tag along*), ou seja, caso os acionistas controladores da companhia realize a alienação de suas ações, deve ser concedido o direito aos acionistas minoritários de alienar suas ações. Entre outras práticas recomendadas pelo IBGC (2009), vale ressaltar o esforço que as companhias de capital aberto devem fazer para preservar a liquidez de seus títulos, mantendo em circulação um número adequado de ações de modo que possa evitar negociações que levem à formação artificial de preços.

Outra iniciativa para melhorar a governança corporativa no Brasil foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela BM&BOVESPA em 2000. Os segmentos especiais de listagem foram criados com critérios de adesão que visam reduzir a assimetria de informações entre os investidores e as empresas participantes desses segmentos, por meio de maior transparência nas informações divulgadas, e diminuir o custo de captação de recursos no mercado (ALMEIDA *et al.*, 2010).

Dessa forma, as empresas que desejam se comprometer voluntariamente a boas práticas de governança corporativa, e divulgar informações ao mercado acima das exigências já impostas pela legislação brasileira, podem aderir a um dos novos segmentos de listagem criado pela BM&FBOVESPA e realizar a negociação de suas ações emitidas. De acordo com o grau de comprometimento assumido pela empresa, ela pode aderir ao Nível 1 de Governança Corporativa, ao Nível 2 de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado.

Vale ressaltar que, de acordo com as informações divulgadas pela BM&FBOVESPA, as empresas não são registradas automaticamente em um dos níveis diferenciados de governança corporativa ou no Novo Mercado. Mesmo que voluntariamente, para uma empresa aderir a um segmento especial ela precisa assinar o Contrato de Participação,

⁵ Segundo Gabrielli e Saito (2004), o “fechamento branco” de capital ocorre quando os acionistas majoritários de uma companhia obtém um percentual que limita a liquidez das ações em circulação, prejudicando os acionistas minoritários, pois *ceteris paribus* um ativo tem seu preço reduzido, com uma diminuição de sua liquidez.

estabelecido entre a BM&FBOVESPA, a companhia, os administradores e o acionista controlador.

Outro ponto que merece ser destacado é que as empresas listadas no Novo Mercado só podem emitir ações ordinárias. “O requerimento de que cada ação tenha direito a voto é considerado uma regra essencial para que se proporcione proteção adequada aos investidores” (GORGA, 2004, p. 312).

O quadro 1 resume os principais compromissos que a empresa deve assumir para se classificar em um dos segmentos especiais da BM&FBOVESPA.

Quadro 1 - Quadro Explicativo das Práticas dos Mercados Diferenciados

Itens	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	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
Características das Ações Emitidas	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	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bovespa *apud* Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012).

Nota: US GAAP = *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*

IFRS = *International Financial Reporting Standards*

Srouf (2005) realizou testes para a eficácia da adesão de firmas brasileiras, por meio de contratos privados, a condutas mais rígidas de governança. Utilizando os dados de balanços trimestrais de 171 empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1998 a 2000, o autor encontrou evidências de que as empresas que aderiram ao Novo Mercado já possuíam

nesse período boas características em relação a sua conduta para distribuir recursos entre seus acionistas minoritários.

Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) testaram os efeitos gerados pela iniciativa da BM&FBOVESPA em tentar reduzir a assimetria de informação entre empresas e investidores por meio da criação de níveis diferenciados para as empresas que aceitassem práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Utilizando uma amostra composta pelas ações mais negociadas de empresas de capital aberto listadas na Bovespa (345 empresas) entre 2000 e 2008, os autores observaram que as empresas brasileiras listadas no Novo Mercado pagam mais dividendos e juros sobre capital próprio comparado às empresas do chamado mercado tradicional.

Bachmann *et al.* (2012) investigaram qual a relação entre o nível de governança corporativa e a regularidade do pagamento de dividendos das empresas. Utilizando uma amostra composta por empresas de capital aberto listadas na BM&BOVESPA e uma pesquisa caracterizada como descritiva, bibliográfica e documental, os autores encontraram evidências de que o nível de governança corporativa tem relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

Zagonel (2013) investigou a influência da governança corporativa sobre a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. Com base nos dados de 672 companhias de capital aberto cujas ações foram negociadas na Bovespa, e distribuíram dividendos pelo menos uma vez no período de 1986 a 2011, o autor realizou estimações Probit e Tobit com dados em painel e encontrou evidências de que as empresas com melhores práticas de governança corporativa (listadas nos segmentos Nível I, Nível II ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA) tendem a distribuir mais dividendos. O autor também notou que as empresas estatais distribuíram menos dividendos em relação às companhias privadas.

Ribeiro *et al.* (2013) não encontraram relação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e política de dividendos nas empresas brasileiras. Usando os dados de companhias brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA no ano de 2011 e um modelo de regressão multivariado, no qual a rentabilidade do dividendo foi considerada como variável dependente e o Nível de Governança Corporativa (com ou sem) e a classe das ações (ordinárias e preferenciais) foram consideradas como variáveis independentes, os autores encontraram evidências de que não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e política de dividendos nas empresas brasileiras.

Matragrano (2015) analisou a relação entre governança corporativa e estrutura de capital e atributos das empresas brasileiras. O autor investigou essa relação comparando as

empresas listadas no Novo Mercado e as listadas em segmentos tradicionais. Utilizando os dados de 100 empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2010 e 2013 e o método de regressões lineares múltiplas, o autor não observou diferenças na estrutura de capital dos dois grupos de empresas comparados, mas encontrou evidências de que as empresas maiores são mais propensas à adoção de níveis mais elevados de governança corporativa, nos quais há maior número de exigências para garantir os direitos dos investidores. Os resultados também mostraram que as empresas listadas no Novo Mercado são mais rentáveis e apresentam menor concentração de propriedade em relação às companhias listadas em segmentos tradicionais.

Como visto nessa seção, boas práticas de governança corporativa resultam da adoção de mecanismos que conduzem os gestores a proteger os interesses dos acionistas (ALMEIDA *et al.*, 2010). No entanto, em empresas com elevada concentração de controle, como as empresas brasileiras, a eficiência da governança corporativa pode ser comprometida, uma vez que a concentração prejudica a independência dos membros do Conselho de Administração.

Com base na revisão de literatura, nota-se que melhores práticas de governança corporativa têm influência positiva sobre o nível de pagamento de dividendos nas empresas de diversos países. No entanto, no Brasil, ainda não há evidências conclusivas de que melhores práticas de governança corporativa aumentam a proteção aos acionistas.

Considerando toda a revisão de literatura realizada neste capítulo, observou-se que os estudos empíricos realizados em empresas com elevada concentração de propriedade e de controle não encontraram evidências definitivas sobre a relação entre os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários e a política de dividendos das empresas. No Brasil, além da indefinição desta relação, também não foram encontradas evidências conclusivas de que melhores práticas de governança corporativa aumentam a proteção aos acionistas.

Com base nessa lacuna, o presente trabalho tem como objetivo investigar se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para minimizar potenciais conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários e se a adoção de melhores práticas de governança corporativa aumenta a proteção aos acionistas.

Para alcançar esse objetivo foram utilizadas as informações de 466 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, cujas ações foram negociadas na BM&FBOVESPA entre o período de 2000 a 2013, e o método Tobit em painel com efeitos aleatórios. Maiores detalhes sobre os procedimentos metodológicos serão apresentados no próximo capítulo.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O método de pesquisa empregado para alcançar o objetivo proposto neste trabalho pode ser classificado como empírico-analítico. De acordo com Martins (2000), esse método corresponde a abordagens que apresentam em comum o uso de técnicas de coleta, de tratamento e de análise de dados e privilegiam estudos práticos.

Dentre os possíveis métodos empírico-analíticos, optou-se por realizar estimações econométricas (regressões), por meio das quais, com técnicas de estatística e de matemática, é possível mensurar as relações entre variáveis condicionadas a outros fatores que também influenciariam a variável a ser explicada, garantindo, assim, maior robustez à atribuição de causalidade aos possíveis resultados obtidos.

A pesquisa do presente estudo pode ser classificada como quantitativa e descritiva. De acordo com Selltiz *et al.* (1965), as pesquisas descritivas descrevem uma situação ou um fenômeno por meio de um estudo realizado em determinado período. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006), uma pesquisa quantitativa é caracterizada pela coleta e análise de dados para testar hipóteses com base na análise estatística a fim de encontrar relações entre variáveis.

A seguir, serão descritas as estratégias de estimação adotadas; primeiramente, serão discutidos a amostra, o modelo, as variáveis e os dados (seção 2.1) e, após isso, serão apresentadas as características gerais do método (seção 2.2).

3.1 Estratégias de estimação: amostra, modelo, variáveis e dados

Para investigar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de minimização dos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, e se a adoção de melhores práticas de governança corporativa aumenta a proteção aos acionistas, serão realizadas estimações econométricas com base em uma amostra (não aleatória) de empresas com disponibilidade de acesso às informações necessárias.

Na coleta dos dados, foram obtidas informações para 466 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, cujas ações foram negociadas na BM&FBOVESPA no período

de 2000 a 2013. As companhias foram mantidas na amostra nos anos nos quais se mantiveram aberta e disponibilizaram informações ao mercado. A análise iniciou-se em 2000 em função de ser o ano no qual a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de governança corporativa; e encerrou-se em 2013 por ser o ano mais recente com informações disponíveis sobre as demonstrações financeiras das empresas de capital aberto até a data do levantamento dos dados para a realização do presente trabalho.

As empresas foram selecionadas de acordo com os seguintes requisitos: (i) ser uma empresa de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA⁶; (ii) ser empresa não financeira.

O modelo básico de regressão que será estimado é representado pela equação (1).

$$\text{Índice de Payout}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{EDV}_{i,t} + \beta_2 \text{FCFE}_{i,t} + \beta_3 \text{TMV}_{i,t} + \beta_4 \ln \text{AT}_{i,t} + \beta_5 \text{RENT} + \beta_6 \text{AF} + \beta_7 \text{GC}_{i,t} + \beta_8 \text{Setor}_{i,t} + \beta_9 \text{Ano}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

sendo:

- *Índice de Payout*_{i,t}: percentual do lucro líquido, da empresa *i* no ano *t*, diretamente distribuído aos acionistas, a título de proventos (dividendos e JSCP);
- *EDV*_{i,t}: Excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa = razão entre o percentual das ações ordinárias possuído pelo primeiro maior acionista da empresa *i* no ano *t* e o percentual das ações totais possuído pelo primeiro maior acionista da empresa *i* no ano *t*;
- *FCFE*_{i,t}: Fluxo de caixa livre para os acionistas da empresa *i* no ano *t*;
- *TMV*_{i,t}: Taxa média de crescimento das vendas _{i,t} = taxa média de crescimento de vendas, com base nos três últimos anos, da empresa *i* no ano *t*;
- *ln AT*_{i,t}: Logaritmo natural do ativo total = transformação logarítmica (logaritmo natural) do ativo total da empresa *i* no ano *t*;
- *RENT*_{i,t}: Rentabilidade = razão entre o lucro operacional *i* no período *t* e o investimento da empresa *i* no ano *t*;
- *AF*_{i,t}: Alavancagem Financeira = razão entre o passivo oneroso da empresa *i* no período *t* e o patrimônio líquido a valor de mercado da empresa *i* no ano *t*;
- *GC*_{i,t}: Governança Corporativa = refere-se ao Nível de Governança Corporativa que a empresa *i* está classificada na BM&FBOVESPA no ano *t*;
- *Setor*_{i,t}: indica o setor no qual a empresa *i* se enquadra no ano *t*;
- *Ano*_t: *dummies* anuais, sendo 2000 a base de comparação;
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro.

⁶ As informações foram coletadas a partir da demonstração financeira consolidada das empresas, na ausência de informações nesse formato, foi utilizada a demonstração não consolidada.

A partir de agora, serão explicadas em detalhes cada uma das variáveis do modelo de regressão apresentado acima. As principais variáveis de interesse para este estudo são: excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista; fluxo de caixa livre para os acionistas e governança corporativa. As duas primeiras variáveis serão utilizadas como *proxies* para potencial conflito de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, enquanto a última variável será usada como *proxy* para melhores práticas de governança corporativa a nível de empresa.

Com base em estudos anteriores, serão inseridas variáveis de controle ao modelo com o objetivo de avaliar o verdadeiro impacto das principais variáveis de interesse sobre a política de dividendos das empresas brasileiras. As variáveis de controle reduzem a correlação do erro com as variáveis de interesse, ou seja, elas serão usadas no sentido de reduzir o erro estocástico.

Índice de *payout*

A variável dependente, índice de *payout*, mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas de uma empresa. Esta variável foi calculada pela fórmula representada na equação (2).

$$Payout = \frac{\text{Dividendos propostos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (2)$$

Utilizando a base de dados Economática[®], as informações sobre o lucro líquido do exercício foram coletadas da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Por sua vez, as informações sobre os dividendos propostos foram coletadas utilizando uma das seguintes fontes: (i) conta Dividendos apresentada na Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR); (ii) proventos e notícias, ambos disponíveis na base de dados Economática; (iii) proventos em dinheiro, disponível em Eventos Corporativos no site da BM&FBOVESPA; e (iv) atas de reuniões da administração e comunicados ao mercado, ambos disponíveis em Informações Relevantes no site da BM&FBOVESPA.

Vale reforçar que, neste trabalho, o termo ‘dividendos’ refere-se aos dividendos e aos Juros sobre o Capital Próprio (JSCP). Dado que ambos são formas de remuneração direta aos acionistas e a diferença entre eles é apenas uma questão fiscal, não é necessário realizar a discriminação entre JSCP e dividendos para a finalidade desse estudo.

As informações sobre os dividendos foram coletadas pela DOAR ou pelas outras fontes mencionadas anteriormente para reduzir distorções no cálculo da variável de interesse “índice de *payout*”. Utilizando estas fontes de informações, é possível identificar os dividendos propostos em um determinado exercício e relacionar tais dividendos com o lucro líquido do exercício referente. Outra maneira de coletar as informações sobre os dividendos seria por meio da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), no entanto, essa fonte de informação poderia causar muitas distorções nos dados.

Como a proposta de distribuição de dividendos está relacionada à existência de lucro líquido, enquanto o pagamento dos dividendos propostos é realizado quando a empresa tem recursos disponíveis (caixa), os dividendos pagos em um exercício social podem estar relacionados aos dividendos propostos em exercícios anteriores, distorcendo assim a variável índice de *payout*. Os dividendos podem ser calculados sobre o lucro líquido do exercício social corrente, ou ainda, sobre os lucros acumulados de exercícios anteriores.

Neste trabalho, os dividendos propostos calculados sobre os lucros acumulados foram considerados distribuição de lucros do período anterior e não do exercício social no qual a distribuição foi anunciada, seguindo o mesmo critério utilizado pela BM&FBOVESPA. Além disso, a empresa pode apresentar prejuízo em um determinado exercício social, mas distribuir dividendos utilizando suas reservas de lucros. Nestes casos, o valor distribuído na forma de dividendos foi alocado ao exercício social anterior mais próximo que apresentou lucro. Esse procedimento foi tomado partindo do princípio de que uma empresa só constitui reserva de lucros quando apresenta resultado positivo, sendo assim, quando a empresa distribui dividendos com base nas reservas de lucros, estas são provenientes de exercícios sociais no qual a empresa aferiu lucro líquido. Por esse motivo, a variável índice de *payout* será sempre maior ou igual a zero, não apresentando valores negativos.

Excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (EDV)

Os conflitos de Agência entre acionistas majoritários e minoritários podem ser acentuados em empresas onde há separação entre propriedade e controle por meio de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e com direito a voto (ações ordinárias). A existência de ações ordinárias e preferenciais desvincula o direito de votos do direito sobre o fluxo de caixa.

Desse modo, a primeira variável que será usada para mensurar o potencial conflito de Agência entre os acionistas majoritários e minoritários é o “excesso de direito de voto em

relação ao direito sobre o fluxo de caixa (EDV)”. Ou seja, ela mede o desvio de direitos. Essa variável foi calculada pela razão entre as ações ordinárias (que dão direito a voto nas assembleias gerais da empresa) e as ações totais (direito sobre o fluxo de caixa) em posse do maior acionista. Vale apontar que ela já foi utilizada em trabalhos anteriores, como: Srour (2005), Peixoto e Buccini (2013) e Bortolon (2013).

De acordo com Morck, Shleifer e Vishny (1988), quando as ações de propriedade e de controle são detidas pela mesma pessoa há menos conflitos de interesse, pois “a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios” (IBGC, 2009, p.21). No entanto, no Brasil, a emissão de ações sem direito a voto, permitida pela legislação brasileira, viola a regra “uma ação = um voto” e possibilita que os direitos de voto dos acionistas controladores excedam consideravelmente os seus direitos sobre o fluxo de caixa. Quanto maior o desvio de direitos, maior o incentivo para os acionistas controladores não agirem de acordo com os interesses dos acionistas minoritários.

A fim de investigar se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para reduzir o potencial conflito de Agência entre os acionistas controladores e minoritários, será testada a seguinte hipótese:

- **H₁:** Quanto maior o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista, maior seria o índice de *payout* de dividendos.

Sendo assim, se as empresas buscam minimizar os conflitos de interesses entre os acionistas controladores e minoritários por meio da política de pagamento de dividendos, espera-se uma relação positiva entre o índice de *payout* e o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista.

Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)

A segunda variável que será empregada para mensurar o potencial conflito de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários foi a variável fluxo de caixa livre para os acionistas (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE). Esta variável corresponde ao caixa disponível após o pagamento de dívidas e as necessidades de reinvestimento na empresa, também denominada, na literatura sobre o tema, como dividendos potenciais, ou seja, o fluxo de caixa que poderia ser pago como dividendo.

A variável foi calculada com base na fórmula representada na equação (3), que segue Damodaran (2007):

$$\text{FCFE} = \text{Lucro líquido} - (\text{Gastos de capital} - \text{Depreciação}) - (\text{Alteração em capital de giro não monetário}) + (\text{Emissão de nova dívida} - \text{Repagamentos de dívida}) \quad (3)$$

O lucro líquido corresponde à mensuração contábil dos lucros dos acionistas no período; os gastos de capital menos a depreciação referem-se aos gastos líquidos de capital; a alteração em capital de giro não monetário corresponde à necessidade de investimento em capital de giro; o repagamento de uma dívida corresponde a uma saída de caixa, no entanto, esse repagamento pode ser parcialmente ou totalmente financiado pela emissão de uma nova dívida, que é uma entrada de caixa. Desse modo, o fluxo de caixa livre para os acionistas foi calculado com base nas necessidades de reinvestimento da empresa para a continuidade de suas atividades (gastos líquidos de capital somados à alteração em capital de giro não monetário) considerando o efeito das alterações nos níveis de dívidas (DAMODARAN, 2007, p.75).

A retenção de elevados percentuais dos recursos gerados internamente pode gerar conflitos de Agência, pois os administradores podem agir visando seus interesses pessoais e utilizar o fluxo de caixa livre para consumir gratificações em excesso ou investir em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

Desse modo, o pagamento de dividendos pode contribuir, pelo menos parcialmente, para reduzir os conflitos de agência, pois ao reter uma menor proporção dos lucros, haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos administradores, reduzindo assim as oportunidades destes desperdiçarem dinheiro em projetos não lucrativos ou de outras maneiras não vantajosas para os acionistas. Ou seja, com menos recursos disponíveis, os gestores teriam que utilizar tais recursos de maneira mais eficiente (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG; LITZENBERGER, 1989; FAMA; FRENCH, 2001; BARTRAM *et al.*, 2012).

Em empresas onde um (poucos) acionista (acionistas) tem o poder de influenciar o controle de uma empresa – como ocorre nas empresas brasileiras –, as decisões tomadas pela administração nem sempre estarão de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, mas sim em consonância ao atendimento dos propósitos dos acionistas majoritários (LA PORTA *et al.*, 2000; CARVALHAL DA SILVA, 2002).

Com o objetivo de investigar se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para reduzir o potencial conflito de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, será testada a seguinte hipótese:

- **H₂:** Quanto maior o fluxo de caixa livre para os acionistas, maior seria o índice de *payout* de dividendos.

Sendo assim, se as empresas brasileiras buscam atenuar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários por meio da política de pagamento de dividendos, espera-se uma relação positiva entre o fluxo de caixa livre para os acionistas e o índice de *payout*.

Governança Corporativa (GC)

A minimização de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos pode ser realizada por meio de mecanismos de governança corporativa (GC). As regras de governança corporativa, se adequadamente projetadas, fornecem proteções aos acionistas (BECHT; BOLTON; RÖEL, 2002).

De acordo com a literatura, empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Assim, os acionistas têm poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al*, 2000; MITTON, 2004).

Como apresentado no segundo capítulo, com o objetivo de incentivar melhores práticas de governança corporativa no Brasil, a BM&FBOVESPA criou, em 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1 e Nível 2) e o Novo Mercado. Nesses segmentos especiais de listagem, as empresas se comprometem voluntariamente a seguirem boas práticas de governança corporativa e a divulgar informações além das exigidas pela legislação brasileira (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). A classificação das empresas no Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2 depende do grau de comprometimento assumido pela empresa.

No presente estudo, será utilizada a adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado como *proxy* para boas práticas de governança corporativa, pois são nesses segmentos de listagem que os compromettimentos assumidos pelas empresas se aproximam mais das orientações contidas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Como por exemplo, conselho de administração formado por, no mínimo, cinco e, no máximo, onze conselheiros; elaboração de demonstrações financeiras anuais conforme os padrões internacionalmente aceitos.

As informações sobre os níveis de governança corporativa de cada empresa, em cada um dos anos analisados, foram solicitadas por e-mail a BM&FBOVESPA. Esta prontamente disponibilizou uma planilha contendo informações sobre o ano e o nível de governança corporativa que cada empresa aderiu dentro do período analisado.

Para investigar a influência de melhores práticas de governança sobre o índice de *payout* de dividendos das empresas brasileiras, será testada a seguinte hipótese:

- **H₃:** Empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentariam maiores índices de *payout* de dividendos.

Sendo assim, se as melhores práticas de governança corporativa praticadas pelas empresas brasileiras são eficazes para oferecer proteção mais forte aos acionistas, espera-se que as empresas listadas no segmento Nível 2 e Novo Mercado apresentem maior índice de *payout*.

Taxa média de crescimento das vendas (TMV)

A variável taxa média de crescimento das vendas (*TMV*) é uma *proxy* para oportunidades de crescimento da empresa. Myers e Majluf (1984) argumentam que as empresas com boas oportunidades de crescimento devem pagar dividendos mais baixos, pois o uso de recursos gerados internamente reduziria a necessidade de financiamento externo futuro.

De acordo com evidências encontradas por Lloyd *et al.* (1985), Jensen *et al.* (1992), Fama e French (2001), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Futema, Basso e Kayo (2007) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) as oportunidades de crescimento é negativamente relacionada com a distribuição de dividendos.

Com o objetivo de isolar a influência de novas oportunidades de crescimento sobre o índice de *payout* das empresas, será adicionada ao modelo a variável de controle taxa média de crescimento de vendas, a qual foi calculada de acordo com a fórmula representada pela equação (4).

$$TMV = \left(\frac{\text{Receita Líquida Operacional}_t - \text{Receita Líquida Operacional}_{t-2}}{\text{Receita Líquida Operacional}_{t-2}} \right) / 3 \quad (4)$$

Logaritmo natural do ativo total (*ln AT*)

Estudos anteriores observaram que o tamanho da empresa é uma importante variável com poder explicativo sobre o índice de *payout* de dividendos. Segundo Lloyd *et al.* (1985) e Vogt (1994), empresas maiores são mais maduras e tem acesso mais fácil ao mercado de capitais, o que resulta em menor dependência dos fundos gerados internamente e permite maior índice de *payout* de dividendos.

Lloyd *et al.* (1985), Vogt (1994), Holder *et al.* (1998), Fama e French (2001), Srour (2005), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Santos (2008) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) observaram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos.

Para isolar a influência do tamanho da empresa sobre o seu índice de *payout* de dividendos, será controlada no modelo a transformação logarítmica (logaritmo natural) do ativo total (*ln AT*).

Rentabilidade (RENT)

Jensen *et al.* (1992), Fama e French (2001), Mitton (2004), Harada e Nguyen (2006), Futema, Basso e Kayo (2007) e Denis e Osobov (2008) encontraram evidências de que a rentabilidade afeta positivamente o pagamento de dividendos.

No presente estudo, será utilizado o Retorno Sobre o Investimento (ROI) para mensurar a rentabilidade das empresas. Segundo Assaf Neto (2012, p. 119), este indicador é uma alternativa ao uso do Retorno Sobre o Ativo (ROA) para avaliar o retorno gerado pelo total dos recursos aplicados por credores e acionistas nos negócios. “Enquanto os ativos incorporam todos os bens e direitos mantidos por uma empresa, o investimento equivale aos recursos deliberadamente levantados pela empresa e aplicados em seus negócios. É o capital que rigorosamente deve ser remunerado”(ASSAF NETO, 2012, p. 119). Neste trabalho, o

investimento foi mensurado como a soma do passivo oneroso e do patrimônio líquido a valor de mercado.

Assim, a rentabilidade da empresa foi calculada utilizando valores médios com base na fórmula representada pela equação (5).

$$\text{RENT} = \text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Passivo Oneroso} + \text{Patrimônio Líquido a valor de mercado}} \quad (5)$$

Alavancagem financeira (AF)

Outro mecanismo para minimizar os conflitos de agência por meio da redução dos fundos de caixa livre é o uso de instrumentos de dívida (AGHION; BOLTON, 1992). O aumento da dívida entre muitos credores reduz o incentivo para os gestores desviarem os fluxos de caixa livre para seu próprio benefício (BOLTON; SCHARFSTEIN, 1996).

Evidências empíricas sugerem, portanto, que a alavancagem financeira influencia negativamente o pagamento de dividendos (FARINHA, 2003; RENNEBOOG; TROJANOWSKI, 2007). Essa relação negativa entre alavancagem financeira e distribuição de dividendos foi observada por Jensen *et al.* (1992), Gugler e Yurtoglu (2003), Srour (2005) e Harada e Nguyen (2006).

Assim, a alavancagem financeira das empresas que compõem a amostra, que será controlada nas estimações, foi calculada utilizando valores médios com base na fórmula representada na equação (6).

$$\text{Alavancagem financeira} = \frac{\text{Passivo Oneroso de CP} + \text{Passivo Oneroso de LP}}{\text{Patrimônio Líquido a valor de mercado}} \quad (6)$$

Setor de atividade econômica da empresa

O setor no qual a empresa está inserida pode influenciar a sua decisão sobre a política de dividendos. As empresas de setores diferentes possuem diferentes necessidades de recursos e distintas possibilidades de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Dessa maneira, as empresas que estão em setores caracterizados por novas oportunidades de investimentos, maiores necessidades de recursos e ciclos de giro com sazonalidades, podem utilizar os lucros gerados internamente para realizar o financiamento de seus negócios. Essa

ação impactaria na política de distribuição dos proventos aos acionistas (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).

Além disso, evidências empíricas de Mougoué e Rao (2003), Heineberg e Procianoy (2003) e Ferreira *et al.* (2009) apontaram que a lucratividade das empresas pode diferir entre os setores, e tal lucratividade, por sua vez, pode influenciar a decisão de investimento e a política de dividendos das empresas.

Com base nessas evidências, o setor no qual a empresa está inserida pode influenciar a variável dependente, portanto, deve ser controlado. Desse modo, serão adicionadas ao modelo as variáveis *dummies* setores como controles. Para a construção destas, as empresas da amostra foram classificadas entre 6 setores de atividade econômica, sendo eles: Bebidas e Alimentos; Comércio; Energia Elétrica; Indústria; Serviços e Telecomunicações. O setor de energia elétrica será considerado como base de comparação. O apêndice A mostra a classificação das empresas em cada um dos setores citados.

Ano

Assim como realizado por Harada e Nguyen (2006) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) foram incluídas *dummies* anuais para controlar fatores econômicos (como a crise financeira em 2008) e mudanças institucionais, ou, de forma geral, características não observadas variantes no tempo, mas que gerariam o mesmo efeito em todas as empresas. O ano de 2000 foi considerado como base de comparação.

Por último, deve-se apontar que, a fim de avaliar a robustez dos resultados, serão realizadas estimações para especificações alternativas do modelo, as quais estão resumidas no Quadro 2. Na especificação I, foram utilizadas todas as variáveis que compõem o modelo descrito acima. Na especificação II, foi excluída uma das variáveis de interesse (fluxo de caixa livre para os acionistas – FCFE). Na especificação III, foram excluídas duas variáveis de interesse (excesso de direitos de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa – EDV e Governança Corporativa – GC). Na especificação IV, foram excluídas duas variáveis de interesse (excesso de direitos de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa – EDV e Governança Corporativa) e as *dummies* de setores. Na especificação V, foram excluídas apenas as *dummies* de setores.

Quadro 2 – Resumo das especificações adotadas nas estimações

Especificações	I	II	III	IV	V
Índice de payout	X	X	X	X	X
EDV	X	X			X
FCFE	X		X	X	X
TMV	X	X	X	X	X
ln AT	X	X	X	X	X
RENT	X	X	X	X	X
AF	X	X	X	X	X
GC	X	X			X
Setor	X	X	X		
Ano	X	X	X	X	X

3.2 Métodos econométricos

As análises serão realizadas utilizando um método de estimação com dados em painel. Assim, inicialmente, é importante fazer alguns comentários sobre os dados em painel, que combinam dados de cortes transversais (*cross-sections*) com séries temporais. De acordo com Hsiao (1986), usar dados em painel possibilita realizar análises com um maior número de observações, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre as variáveis exógenas, assim como há a possibilidade de lidar com um provável viés de variável(is) omitida(s).

Ao avaliar unidades de análise (no caso, empresas) com diferentes características, é possível tornar a estimação dos parâmetros mais eficiente e com pressupostos menos restritivos. Também é possível observar com maior precisão as diferenças entre as unidades de análises (ou grupos delas), isto é, a heterogeneidade. Além disso, permite controlar e verificar a dinâmica das variáveis dependentes e independentes (explicadas e explicativas, respectivamente) ao longo do tempo (BALTAGI, 1999).

De acordo com Fávero et al. (2009), a análise de dados em painel possui três abordagens mais comuns: *Pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. No modelo *Pooled* não é considerado a natureza de cada *cross-section* estudada. No modelo de efeitos fixos, as estimações assumem que a heterogeneidade de uma unidade de análise (ou de grupos dela) é captada, assim além de controlar por características observadas variantes no tempo inseridas no modelo, também há controle de características não observadas constantes (fixas) no tempo, mas que diferem entre as unidades. No caso dos efeitos aleatórios, a estimação é realizada

introduzindo a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro. A equação (7) apresenta um exemplo para ilustrar a diferença entre as duas abordagens.

$$Y_{it} = \mathbf{x}_{it}'\boldsymbol{\beta} + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

Onde, Y_{it} é a variável dependente da unidade de análise i no período t ; $\boldsymbol{\beta}$ é um vetor de parâmetros para ser estimado; $\mathbf{x}_{it}$ é um vetor de variáveis explicativas da unidade de análise i no período t ; o coeficiente γ_t representa a heterogeneidade devido ao fator tempo; o coeficiente η_i representa a heterogeneidade devido ao fator firma e o ε_{it} é o termo de erro aleatório do modelo de dados em painel. Quando η_i é constante, tem-se o modelo fixo, quando η_i é variável, tem-se o modelo aleatório.

As estimações em painel tradicionais consideram variáveis dependentes contínuas e com distribuições apropriadas. Porém, há métodos, também em painel, que lidam com variáveis que não apresentam tais características. No caso de variáveis dependentes serem censuradas, a opção é utilizar o método Tobit em painel.

A censura pode ocorrer quando a variável dependente, em parte, é contínua, mas há acúmulo de observações positivas em um ou mais limites, de modo que os valores acima ou abaixo desses limites não são observáveis para parte da população; ou quando a variável dependente assume o valor zero com probabilidade positiva, mas é uma variável aleatória contínua sobre os valores estritamente positivos (WOOLDRIDGE, 2002a).

No presente estudo, a variável dependente é censurada. Dado que o pagamento de dividendos não pode assumir valores negativos, e as empresas podem escolher distribuir ou não dividendos em um determinado exercício, há um acúmulo de observações em zero. A Tabela 1 demonstra tal fato, apresentando a proporção de empresas que não distribuíram dividendos nos anos analisados, ou seja, que o *Índice de Payout* foi igual a valor zero. Na média, do total de observações para a variável *Índice de Payout* (4.469), 43% (1.908) foram igual a zero.

Tabela 1 – Quantidade de empresas da amostra que não distribuíram dividendos segundo o ano

Indicadores / Anos	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Observações	337	333	316	298	296	292	301	343	336	328	327	329	320	313
Observações com <i>Índice de Payout</i> = 0	156	165	189	135	123	122	118	130	149	123	108	125	138	127
Proporção de observações com <i>Índice de Payout</i> = 0	46%	50%	60%	45%	42%	42%	39%	38%	44%	38%	33%	38%	43%	41%

Fonte dos dados: Economática e BM&FBOVESPA.

Quando há censura nos dados, a estimação de painel é tendenciosa e inconsistente pelo método dos mínimos quadrados ordinários (WOOLDRIDGE, 2002b). Para contornar esse problema, optou-se pelo uso do método não linear Tobit em painel, o qual é baseado na maximização de uma função de verossimilhança. Este método permite contornar o problema de estimações inconsistentes e tendenciosas, pois se trata de um modelo projetado para modelar variáveis dependentes que tenham soluções de canto (WOOLDRIDGE, 2002b).

De acordo com Cameron e Trivedi (2010), o modelo Tobit em painel especifica uma variável latente⁷ y_{it}^* para a dependente sobre os regressores, um erro idiossincrático, e um erro específico do indivíduo, de acordo com a equação (8).

$$y_{it}^* = \mathbf{x}_{it}'\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

onde $\alpha_i \sim N(0, \sigma_\alpha^2)$ e $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ e o vetor regressor $\mathbf{x}_{it}$ inclui um intercepto. Para a censura a esquerda em zero, observa-se a variável y_{it} , onde

$$y_{it} = \begin{cases} y_{it}^* & \text{se } y_{it}^* > 0 \\ 0 & \text{se } y_{it}^* \leq 0 \end{cases}$$

As análises dos resultados serão apresentadas no próximo capítulo.

⁷ Variáveis latentes são variáveis que não são observáveis diretamente (MARÔCO, 2010).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, serão apresentadas inicialmente as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. Em seguida, serão expostos os resultados dos testes econométricos, os quais foram estimados pelo método Tobit em painel.

4.1 Análise das estatísticas descritivas

Durante o processo de modelagem estatística para efetuar uma análise exploratória de um conjunto de dados é possível que a amostra revele a presença de *outliers* (NEPOMUCENA; CIRILLO, 2010). Os *outliers* resultam normalmente de alguma violação de pressupostos necessários para adequação ao modelo, produzindo consequentemente efeitos não confiáveis na eficiência dos estimadores (TUKEY, 1960). Dessa maneira, a presença de *outliers* influencia a estimação dos parâmetros. Portanto, antes de estimar o modelo proposto neste estudo, realizou-se o tratamento dos *outliers*.

Para tratar adequadamente os *outliers*, foi aplicado o processo de *winsorização*. Tal processo foi usado em estudos na área por Durnev e Kim (2005), Black et al. (2005), Silveira e Bellato (2006) e Zagonel (2013). Os dados foram *winsorizados* usando o limite inferior de 1% e/ou o limite superior de 99%, assim todos os valores que estavam fora desse intervalo foram substituídos pelos limites superior ou inferior, respectivamente. O Quadro 3 mostra as variáveis que foram *winsorizadas* e o limite de *winsorização*.

Quadro 3 – Winsorização das variáveis

Variável	Descrição
<i>Payout</i>	winsorizada a 99%
FCFE	winsorizada a 1% e 99%
TMV	winsorizada a 1% e 99%
ROI	winsorizada a 1% e 99%
Alavancagem financeira	winsorizada a 99%

A Tabela 2 mostra as estatísticas descritivas das variáveis com e sem *winsorização*. Nota-se que as variáveis sofrem alterações após o processo de *winsorização*. Dessa forma, o

uso deste processo permite controlar o problema causado pelos *outliers*, ajustando os dados, deixando-os, aparentemente, mais condizente com a realidade (ZAGONEL, 2013). A Tabela 2 também apresenta o número de observações (N), a média, o desvio-padrão, o mínimo e o máximo de cada variável.

Tabela 2 – Análises Descritivas

Variável	N	Sem winsorização				Com winsorização (p = 0.01)			
		Média	DesvPad	Min	Máx	Média	DesvPad	Min	Máx
<i>Payout</i>	4469	0,54	5,00	0,00	303,53	0,36	0,64	0,00	4,61
EDV	5263	1,40	0,60	0,00	4,21	1,40	0,60	0,00	4,21
FCFE	4067	-36,09	242,39	-5978,60	1440,02	-27,24	100,39	-645,05	263,00
TMV	4165	2,51	147,78	-3,16	9536,40	0,14	0,30	-0,33	2,02
ln AT	4579	13,50	2,24	1,79	20,39	13,50	2,24	1,79	20,39
RENT	4205	0,0488	0,66	-15,82	16,5954	0,0581	0,22	-1,20	0,6889
AF	4284	10,23	116,92	0,00	4065,00	4,36	21,59	0,00	191,77

Fonte dos dados: Economática e BM&FBOVESPA.

Nota: *Payout* = Índice de *payout*; EDV = Excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa; FCFE = Fluxo de caixa livre para os Acionistas; TMV = Taxa média de crescimento das vendas; ln AT = logaritmo natural do ativo total; RENT = rentabilidade; AF = Alavancagem Financeira.

De acordo com a Tabela 2, a média do índice de *payout* (*Payout*) das empresas brasileiras que compõem a amostra é de 36%, esse índice varia entre 0 e 461%. O primeiro valor refere-se às empresas que não distribuem dividendos por motivos como: apuração de prejuízos em determinado exercício social, retenção do lucro líquido para cobertura de prejuízos acumulados, retenção do lucro para reinvestimentos, dentre outros. Já o valor máximo de 461% está relacionado às empresas que distribuem dividendos utilizando o lucro líquido do exercício corrente e as reservas de lucros constituídas com base no lucro líquido apurado em exercícios anteriores.

Como pode ser observado na Tabela 2, a variável excesso de direito de votos em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (EDV) é, em média, de 1,40. Este valor mostra que, em média, a proporção de ações ordinárias detidas pelo maior acionista é 1,4 vezes maior do que a proporção de ações totais (ações ordinárias + ações preferenciais) que ele possui, ou seja, o maior acionista detém maior direito a voto em relação ao seu direito sobre o fluxo de caixa. Essa variável tem valor mínimo de 0 e valor máximo de 4,21. O valor mínimo significa que o controle da empresa é muito pulverizado, de modo que não existe um acionista que possua mais de 5% das ações ordinárias. Enquanto o valor máximo mostra que em algumas empresas a proporção de ações ordinárias detidas pelo maior acionista é 4,21 vezes maior do que a proporção de ações totais que este acionista possui.

Nestes casos, está explícita a desvinculação entre os direitos de votos e sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista.

Como discutido no capítulo 2, essa desvinculação pode acentuar os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, de modo que o acionista controlador tenha discricção e incentivos para extrair benefícios privados do controle, uma vez que arca apenas com uma fração dos custos (dividendos que deixam de ser recebidos na proporção de seus direitos sobre o fluxo de caixa), mas recebe todos os benefícios privados do controle que não são compartilhados pelos acionistas minoritários (GUGLER; YURTOGLU, 2003).

Na Tabela 2, o fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE) é, em média, de R\$ 272.400.000,00 negativos. Esse valor mostra que, na média, as empresas não geram fluxo de caixa livre suficiente para remunerar seus acionistas. No entanto, apesar dessa variável apresentar valor médio negativo, o FCFE é a variável com maior desvio-padrão (100,39). O valor mínimo do FCFE é igual a R\$ 6.450.500.000,00 negativos, enquanto o valor máximo atinge R\$ 2.630.000.000,00. Os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários podem surgir na existência de fluxos de caixa livre positivos, pois são nestes casos que os acionistas controladores poderiam aumentar a retenção de recursos gerados internamente e utilizar tais recursos visando seus interesses pessoais em detrimento aos acionistas minoritários, como por exemplo, consumindo gratificações em excesso ou investindo em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

De acordo com a Tabela 2, a taxa média de crescimento das vendas (TMV) é, na média, igual a 14% ao ano, isso mostra que, em média, as empresas brasileiras de capital aberto tiveram oportunidades de crescimento no período analisado. No entanto, tais oportunidades não foram favoráveis para todas as empresas da amostra. Algumas empresas apresentam taxa de crescimento das vendas igual a - 33% ao ano, ou seja, suas vendas reduziram; enquanto para outras empresas essa taxa atingiu o valor máximo de 202% ao ano.

Como visto na Tabela 2, o logaritmo natural do ativo total (ln AT) é, na média, igual a 13,50. Essa variável não apresenta valores negativos, pois, por menor que seja, toda empresa possui bens e direitos (ativos). A amostra é composta por empresas de diferentes tamanhos, há empresas pequenas com ativo total no valor de R\$ 6.000,00 (logaritmo natural do ativo total com valor mínimo de 1,79), mas também há empresas grandes com ativo total no valor de R\$ 715.341.462.500,00 (logaritmo natural do ativo total com valor máximo de 20,39).

A variável rentabilidade (RENT), mensurada pelo retorno sobre o investimento, apresenta valor médio igual a 5,81% ao ano. No entanto, como se observa na Tabela 2, nem

todas as empresas que compõem a amostra são capazes de remunerar adequadamente os recursos aplicados por credores e acionistas em seus negócios, existem firmas na amostra que apresentam valor mínimo de rentabilidade igual a - 120% ao ano. Por outro lado, na mesma amostra, existem companhias que conseguem obter rentabilidade igual a 68,89% ao ano.

Conforme a Tabela 2, as empresas que compõem a amostra apresentam alavancagem financeira (AF), em média, igual a 4,36, isto significa que para cada R\$ 1,00 aplicado na empresa, R\$ 4,36 provém de recursos de terceiros. Esse valor mostra que, na média, a maior parcela dos recursos aplicados nas empresas brasileiras de capital aberto é proveniente de empréstimos e financiamentos onerosos. Porém, nem todas as empresas utilizam recursos onerosos de terceiros em seus negócios, visto que o valor mínimo da variável alavancagem financeira é igual a 0. Por outro lado, existem empresas que são extremamente alavancadas a ponto dessa variável atingir o valor máximo igual a 191,77, ou seja, para cada R\$ 1,00 investido na empresa, R\$ 191,77 provém de recursos de terceiros.

A Tabela 3 apresenta as médias das variáveis analisadas por ano. Esta tabela permite observar o comportamento das variáveis ao longo dos anos estudados. De acordo com a Tabela 3, a menor média do índice de *payout* (*Payout*) é de 25,84%, em 2002. Este valor pode estar relacionado com a incerteza nas expectativas do mercado em relação à eleição presidencial ocorrida em tal ano, a qual resultou na fuga de capitais do país (TERRA, 2007). Em 2004, o índice de *payout* atinge o nível médio de 44,16%, maior média de todos os anos analisados, tal valor pode estar relacionado com a conjuntura internacional favorável e com uma política interna de distribuição de renda e fortalecimento do consumo, as quais contribuíram para a volta do crescimento econômico no país (SABOIA, 2014). Em 2008, o índice de *payout* é de 31,76%, a segunda menor média do período analisado, este valor pode estar relacionado com a crise internacional ocorrida em tal ano.

A média do fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE) foi negativa em todo o período analisado. Essa variável oscilou bastante entre 2000 e 2013. Por meio da Tabela 3 é possível notar uma tendência de queda entre os anos 2000 e 2002, esta evidência pode estar relacionada com os eventos macroeconômicos ocorridos nesse período, como o racionamento energético, o estouro da bolha da Internet (NASDAQ) e os atentados terroristas nos EUA em 2001 e a insegurança do mercado decorrente das eleições presidenciais realizadas no Brasil em 2002.

Tabela 3 – Média das variáveis do modelo por ano de estudo (continua...)

Ano	Nº Obs.	Payout	N	FCFE	N	lnativo	N	TMV
2000	337	0,3634	289	-15,60	347	12,92	320	0,1722
2001	333	0,3938	287	-25,78	338	12,97	319	0,1717
2002	316	0,2584	287	-34,92	332	12,98	309	0,12986
2003	298	0,3523	293	-19,72	318	13,08	297	0,1205
2004	296	0,3824	312	-14,96	316	13,15	290	0,1317
2005	292	0,4416	307	-13,22	311	13,22	283	0,0999
2006	301	0,3929	318	-22,67	312	13,32	278	0,0750
2007	343	0,4042	331	-20,90	334	13,54	280	0,0846
2008	336	0,3176	264	-22,77	344	13,67	297	0,2309
2009	328	0,3533	254	-8,98	335	13,74	310	0,1866
2010	327	0,3484	275	-32,57	330	13,93	301	0,1482
2011	329	0,3946	283	-41,26	330	14,09	297	0,1264
2012	320	0,3316	285	-53,54	319	14,17	294	0,1120
2013	313	0,3755	282	-56,85	313	14,23	290	0,0843

Nota: *Payout* = Índice de *payout*; FCFE = Fluxo de caixa livre para os Acionistas; ln AT = logaritmo natural do ativo total; TMV = Taxa média de crescimento das vendas

Tabela 3 – Média das variáveis do modelo por ano de estudo (continuação)

Ano	N	ROI	N	Alavanc	N	Nº de empresas com níveis diferenciados de GC	N	EDV
2000	324	0,0429	323	6,44	347	0	357	1,56
2001	318	0,0828	318	6,23	346	0	364	1,54
2002	310	0,0858	309	7,42	336	5	372	1,52
2003	295	0,0748	293	7,05	315	5	367	1,50
2004	288	0,0837	287	5,61	308	12	362	1,49
2005	281	0,0712	282	5,15	305	24	363	1,47
2006	275	0,0429	275	4,63	319	52	375	1,42
2007	285	0,0413	287	2,75	358	104	406	1,37
2008	327	0,0481	328	2,65	356	112	400	1,34
2009	322	0,0567	323	3,15	347	114	394	1,32
2010	299	0,0604	314	2,38	345	125	383	1,29
2011	297	0,0586	317	2,57	343	134	383	1,28
2012	293	0,0384	315	2,45	332	136	374	1,27
2013	291	0,0249	313	2,94	321	135	363	1,27

Nota: RENT = rentabilidade; AF = Alavancagem Financeira; GC = Governança Corporativa; EDV = Excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa

Após o ano de 2002, observa-se uma tendência de crescimento na média do fluxo de caixa livre para os acionistas até o ano de 2005, esta tendência pode estar relacionada com a conjuntura internacional favorável e com uma política interna de distribuição de renda e fortalecimento do consumo, as quais contribuíram para a volta do crescimento econômico no

país (SABOIA, 2014). Em seguida, é possível notar pequenas oscilações entre os anos 2005 e 2009, mas a partir deste ano observa-se uma tendência de queda acentuada até 2013. Esta queda pode estar relacionada com a crise internacional ocorrida em 2008, uma vez que crises nessa magnitude comprometem a captação de recursos externos, reduzem as exportações, afetam os custos de produção, fatores que impactam negativamente sobre o fluxo de caixa livre para os acionistas.

Observa-se na Tabela 3, que o tamanho das empresas, mensurado pela variável logaritmo natural do ativo total ($\ln AT$), apresenta uma leve tendência de crescimento no período de 2000 a 2013. Na Tabela 3, nota-se também, que a variável taxa média de crescimento de vendas (TMV) apresentou uma tendência de queda entre 2000 e 2006, isso significa que nesse período as empresas tiveram poucas oportunidades de crescimento. Entre 2006 e 2008, a TVM apresenta uma tendência de crescimento atingindo em 2008 a maior taxa média de crescimento de vendas (23,09%) no período analisado, essa evidência pode estar relacionada com a apreciação cambial, a intensificação da alta das commodities exportáveis, a inflação baixa e a melhora dos salários reais (GOMES; RAMOS, 2008), fatores que contribuem para o aumento das receitas. No entanto, a partir de 2008 a TMV apresenta tendência de queda até o último ano analisado, atingindo o nível de 8,43% em 2013. Esta tendência de queda pode estar relacionada com a crise internacional de 2008.

Como pode ser observado na Tabela 3, a variável rentabilidade (RENT), mensurada pelo retorno sobre o investimento, apresenta certa estabilidade entre 2001 e 2004, seguida de uma tendência de queda entre 2005 e 2008, neste mesmo período observa-se uma tendência de queda da alavancagem das empresas, e também uma redução do índice de *payout*. Nos anos 2009 e 2010 nota-se um leve aumento na rentabilidade média das empresas, assim como uma tendência de crescimento no índice de *payout*. Este leve aumento pode estar relacionado com o estímulo dado pelo governo para aumentar a produtividade total da economia e impulsionar o crescimento econômico por meio de gastos com infraestrutura após a crise internacional (SACHSIDA, 2009), o qual contribui para o aumento do lucro das empresas. No entanto, uma vez que tais gastos não são sustentáveis por longo período, a partir de 2011 as empresas passam a sentir os efeitos da crise e a rentabilidade média volta a reduzir.

De acordo com a Tabela 3, a variável alavancagem financeira (AF) apresenta tendência de queda entre os anos de 2002 a 2013. Esses valores mostram que, de modo geral, as empresas reduziram a participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio investido em seus negócios ao longo do período analisado. Essa evidência pode estar relacionada com eventos macroeconômicos como a fuga de capitais do país em 2002 em

decorrência das eleições presidenciais; crise internacional em 2008 e aumento da taxa de juros.

Em 2000 a BM&FBOVESPA criou os segmentos de listagem diferenciados, sendo eles: Nível 1 de Governança Corporativa, Nível 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado. No presente estudo, utilizou-se o Nível 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado como *proxy* para boas práticas de governança corporativa. Observa-se por meio da Tabela 3 que as primeiras adesões a esses segmentos especiais foram em 2002, e a partir de 2006 houve um grande aumento no número de empresas que aderiram a tais segmentos. Em 2002, somente 1,5% das empresas que compõem a amostra estavam listadas no segmento Nível 2 de Governança Corporativa ou no Novo Mercado, enquanto em 2013, 42,1% das empresas que compõem a amostra tinham aderido a um desses dois segmentos.

Observa-se na Tabela 3, que o excesso de direito de votos em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (EDV) apresentou tendência de redução entre 2000 e 2013. Evidências de redução do desvio de direitos também foram encontradas por Bortolon (2013) e Peixoto e Buccini (2013). Os motivos da tendência de redução estão relacionados: (i) à Lei das Sociedades Anônimas, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a qual reduziu o limite de emissões de ações preferenciais de até dois terços do capital total da empresa para 50% do capital social da companhia e; (ii) ao aumento do número de empresas que aderiram ao Novo Mercado ao longo do período estudado, dado que neste segmento de listagem não é permitido a emissão de ações preferenciais. Ambos os fatores contribuem para a redução ou eliminação da emissão de ações preferenciais pelas empresas brasileiras, resultando em menor desvio de direitos.

4.2 Análises multivariadas

Nesta seção serão analisados os resultados das análises multivariadas. Para escolher o melhor método de estimação entre efeitos fixos e efeitos aleatórios, deve-se realizar o teste de *Hausman*. Neste teste a hipótese nula considera que o modelo adequado é o de efeitos aleatórios. No entanto, no presente estudo, a estimação do modelo foi realizada por efeitos aleatórios, pois não há estimador condicional de β para o modelo Tobit de efeitos fixos e evidências sugerem que a estimativa incondicional do modelo Tobit de efeitos fixos gera estimadores viesados (GREENE, 2011).

Para escolher o melhor método de estimação entre a estimação por *Pooled* e a estimação por efeitos aleatórios, deve-se realizar o teste *Breusch-Pagan*. A hipótese nula deste teste é que não existe variância no erro proveniente do efeito específico ($\sigma_u = 0$), ou seja, a hipótese nula (H_0) considera que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero. Portanto, caso esta hipótese não seja rejeitada, deve-se usar *Pooled*; no entanto, se a hipótese for rejeitada, o método de efeitos aleatórios é o mais adequado.

Observa-se na Tabela 4 que o resultado do teste *Breusch-Pagan* rejeitou-se a hipótese nula, portanto, o uso do modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. Sendo assim, o modelo exposto no capítulo anterior com diferentes especificações foi estimado pelo método Tobit em painel com efeitos aleatórios⁸.

Tabela 4 – Teste *Breusch-Pagan*

<i>LM Breusch-Pagan Test</i>	Chibar2(01) = 515.81 Prob>=chibar2 = 0.000
------------------------------	--

A Tabela 5 apresenta os resultados das estimações do modelo utilizando diferentes especificações. Conforme discutido no capítulo 2, a disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista pode acentuar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, pois o acionista controlador têm discricção e incentivos para extrair benefícios privados do controle, uma vez que arca apenas com uma fração dos custos (dividendos que deixam de ser recebidos na proporção de seus direitos sobre o fluxo de caixa), mas recebe todos os benefícios privados do controle que não são compartilhados pelos acionistas minoritários (GUGLER; YURTOGLU, 2003). Desse modo, empresas com desvio de direitos de voto e sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista tenderia a aumentar a distribuição de dividendos para minimizar esses conflitos de agência.

No entanto, de acordo com os resultados expostos na Tabela 5, nota-se que a variável “excesso de direitos de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa” não apresentou relação estatisticamente significativa com o índice de *payout* nas especificações I, II e V, nas quais ela foi inserida. Esse resultado rejeita H_1 e mostra indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários.

⁸ Vale ressaltar que todas as estimações e os testes realizados com dados em painel no presente trabalho foram feitas no STATA®, versão 12.

Tabela 5 – Resultados das análises multivariadas

Variáveis/ Especificações	I	II	III	IV	V
EDV	-0,0188 (0,0422)	-0,010989 (0,0415)			-0,0187 (0,0422)
FCFE	0,0003 (0,0002)		0,0003* (0,0002)	0,0003** (0,0002)	0,0003* (0,0002)
TMV	-0,1445** (0,0630)	-0,1016* (0,0573)	-0,1365** (0,0623)	-0,1338** (0,0623)	-0,1433** (0,0631)
ln AT	0,1784*** (0,0192)	0,1774*** (0,0186)	0,178*** (0,0190)	0,1873*** (0,0180)	0,1886*** (0,0182)
RENT	1,2308*** (0,1374)	1,2150*** (0,1300)	1,2499*** (0,1371)	1,2359*** (0,1371)	1,2176*** -0,1374
AF	-0,0123*** (0,0027)	-0,0134*** (0,0027)	-0,0125*** (0,0027)	-0,0124*** (0,0027)	-0,0122*** (0,0027)
GC	0,0431 (0,0670)	0,0467 (0,0666)			0,0496 (0,0651)
d_bebal	-0,1686 (0,1525)	-0,2183 (0,1512)	-0,1524 (0,1516)		
d_com	-0,0062 (0,1689)	-0,0451 (0,1701)	0,0087 (0,1685)		
d_ind	-0,1106 (0,1055)	-0,1435 (0,1057)	-0,0958 (0,1048)		
d_serv	0,042 (0,1195)	0,0339 (0,1204)	0,0672 (0,1171)		
d_telec	0,1050 (0,1559)	0,1175 (0,1571)	0,1089 (0,1556)		
d_01	-0,0886 (0,0753)	-0,1042 (0,0728)	-0,0967 (0,0764)	-0,095 (0,0743)	-0,088 (0,0754)
d_02	-0,3689*** (0,0773)	-0,3657*** (0,0728)	-0,3713*** (0,0764)	-0,3695*** (0,0764)	-0,3682*** (0,0774)
d_03	-0,1424* (0,0746)	-0,1633** (0,0742)	-0,1484** (0,0746)	-0,1476** (0,0746)	-0,1426* (0,0756)
d_04	-0,1049 (0,0745)	-0,1098 (0,0741)	-0,1078 (0,0737)	-0,1078 (0,0737)	-0,1065 (0,0746)
d_05	-0,0265 (0,0751)	-0,0323 (0,0745)	-0,0269 (0,0742)	-0,0275 (0,0742)	-0,0289 (0,0752)
d_06	-0,1173 (0,0770)	-0,1175 (0,0761)	-0,1055 (0,0760)	-0,1068 (0,0760)	-0,1205 (0,0770)
d_07	-0,0457 (0,0773)	-0,0570 (0,0759)	-0,0357 (0,0762)	-0,036 (0,0761)	-0,0489 (0,0774)
d_08	-0,2096*** (0,0800)	-0,2218*** (0,0758)	-0,1975** (0,0785)	-0,2013*** (0,0784)	-0,2165*** (0,0800)
d_09	-0,1390* (0,0800)	-0,1438* (0,0753)	-0,1248 (0,0784)	-0,1281 (0,0782)	-0,1459* (0,0800)
d_10	-0,1572* (0,0805)	-0,1633** (0,0772)	-0,1433* (0,0787)	-0,1465* (0,0784)	-0,1643** (0,0804)
d_11	-0,1497* (0,0820)	-0,1542* (0,0792)	-0,1325* (0,0800)	-0,1353* (0,0797)	-0,1566* (0,0820)
d_12	-0,2635*** (0,0833)	-0,2821*** (0,0812)	-0,2452*** (0,0812)	-0,2475*** (0,0807)	-0,2701*** (0,0832)
d_13	-0,2068** (0,0839)	-0,2111*** (0,0819)	-0,1872** (0,0815)	-0,1901** (0,0811)	-0,2143** (0,0839)
Constante	- 2,3092 (0,3014)	- 2,3097 (0,2926)	- 2,3430 (0,2931)	- 2,5077 (0,2484)	- 2,5001 (0,2570)
Observações	3420	3897	3450	3450	3420

Erros-padrão entre parênteses. (***) Significativo a 1%. (**) Significativo a 5%. (*) Significativo a 10%.

Nota: *Payout* = Índice de *payout*; EDV = Excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa; FCFE = Fluxo de caixa livre para os Acionistas; TMV = Taxa média de crescimento das vendas; ln AT = logaritmo natural do ativo total; RENT = rentabilidade; AF = Alavancagem Financeira; GC = Governança Corporativa; d_bebal = *dummy* para o setor de bebidas e alimentos; d_com = *dummy* para o setor de comércio; d_ind = *dummy* para o setor de indústria; d_serv = *dummy* para o setor de serviço; d_telec = *dummy* para o setor de telecomunicações; d_01 – d_013 = *dummies* anuais.

Silveira et al (2004) encontrou uma relação negativa não significativa estatisticamente entre o valor da companhia e a disparidade dos direitos de voto e sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores.

A retenção de elevados percentuais dos recursos gerados internamente pode gerar conflitos de agência, pois os administradores podem agir visando seus interesses pessoais e utilizar o fluxo de caixa livre (excesso do lucro após os investimentos rentáveis) para consumir gratificações em excesso ou investir em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). A fim de minimizar os conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, as empresas poderiam aumentar a distribuição de dividendos, pois ao pagar dividendos, os gestores retornariam os lucros da empresa aos acionistas e não seriam capazes de usarem esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000).

No entanto, de acordo com o resultado da especificação I, observado na Tabela 5, a variável fluxo de caixa livre para os acionistas não é estatisticamente significativa. Esse resultado rejeita H₂ e sugere que as empresas brasileiras de capital aberto não distribuem dividendos aos acionistas com o objetivo de reduzir os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. Nas especificações III, IV e V, a variável fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE) se torna estatisticamente significativa. Esta mudança estaria relacionada com indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários, pois é observada uma relação positiva entre as variáveis FCFE e índice de *payout*. No entanto, apesar da variável FCFE ser estatisticamente significantes em tais especificações, nota-se, por meio do efeito marginal, que o impacto desta variável sobre o índice de *payout* é praticamente nulo, ou seja, conforme os efeitos marginais, o aumento de R\$ 10 milhões na variável fluxo de caixa livre para os acionistas aumenta o índice de *payout* em 0,03 pontos percentuais. Por exemplo, se o FCFE aumentar de R\$ 10 milhões para R\$ 20 milhões, o índice de *payout* aumenta de 7,12% para 7,15%. Esse resultado sugere indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto parecem não utilizar a política de dividendos como mecanismo para minimizar conflitos de Agência entre os acionistas majoritários e os minoritários, pois apesar da existência de uma relação positiva entre as variáveis FCFE e índice de *payout*, a primeira tem um impacto praticamente nulo sobre a segunda. Estes resultados corroboram a rejeição da hipótese H₂. Poucos estudos consideraram a variável fluxo de caixa livre aos acionistas como *proxy* para conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

De acordo com Klapper e Love (2004), melhores práticas de governança corporativa mitiga a pobre proteção legal aos investidores, entretanto, elas não são um substituto perfeito para tal proteção, de modo que a melhoria do sistema legal continua sendo importante. Contudo, “ao melhorar a governança corporativa ao nível da empresa, as empresas podem demonstrar um compromisso com a proteção de investidores que se traduz em resultados econômicos reais” (MITTON, 2004, p. 412), pois ao se comprometer com a proteção dos interesses dos seus investidores, a firma consegue captar mais recursos e financiar bons projetos (SROUR, 2005).

Dessa forma, os acionistas de as empresas com melhores práticas de governança corporativa têm poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004). No presente estudo, utilizou-se a adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado como *proxy* para boas práticas de governança corporativa. Nota-se na Tabela 5, que a variável Governança Corporativa não foi estatisticamente significativa nas especificações I, II e III, nas quais esta variável foi inserida. Esse resultado rejeita H₃ e mostra evidências de que melhores práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto não mitiga a pobre proteção legal aos investidores, ou seja, o baixo *enforcement* da legislação brasileira e os incentivos criados pela BM&FBOVESPA não garantem proteção aos acionistas. Sendo assim, o resultado encontrado no presente estudo sugere ser necessário realizar melhorias no sistema legal brasileiro. Evidências de que melhores práticas de governança corporativa não influenciam a política de dividendos nas empresas brasileiras também foram encontradas por Ribeiro *et al.* (2013).

Em relação às variáveis de controle, estas foram estatisticamente significantes, com exceção das *dummies* setoriais, em todas as especificações e apresentaram sinais de acordo com o sentido sugerido pela literatura e conforme evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Além das *dummies* setoriais não serem estatisticamente significantes nas especificações I, II e III, nas quais elas foram inseridas, é possível observar na Tabela 5, comparando os resultados da especificação I com os resultados da especificação V, que a exclusão das *dummies* setoriais do modelo manteve os valores dos coeficientes das demais variáveis praticamente inalterados. Desse modo, tais resultados mostram indícios de que o setor no qual a empresa atual não interfere na sua política de dividendos. Esta evidência também foi observada por Hahn *et al.* (2010).

Observa-se na Tabela 5 que a taxa média de crescimento das vendas (*proxy* para novas oportunidades de crescimento) impacta negativamente sobre o índice de *payout*. De acordo

com a especificação I, o aumento de 1 ponto percentual na taxa média de crescimento das vendas (TMV) reduz o índice de *payout* em 0,1445 pontos percentuais. Nas demais especificações, a magnitude do impacto da TMV sobre o índice de *payout* é próxima. Evidências de uma relação negativa entre o índice de *payout* e as oportunidades de crescimento também foram observadas por Lloyd et al. (1985), Jensen et al. (1992), Fama e French (2001), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Futema, Basso e Kayo (2007) e Adjaoud e Bem-Amar (2010).

De acordo com a Tabela 5, o tamanho da empresa (mensurado pelo logaritmo natural do ativo total) tem impacto positivo sobre o índice de *payout*. Conforme a especificação I, o aumento de uma unidade no logaritmo natural do ativo total aumenta o índice de *payout* em 17,84 pontos percentuais. Nas outras especificações, a grandeza do impacto do logaritmo natural do ativo total sobre o índice de *payout* é praticamente a mesma. Tais evidências vão ao encontro da influência do ciclo da empresa sobre o índice de *payout*, de acordo com a qual as empresas maiores são mais maduras e tem acesso mais fácil ao mercado de capitais, o que resulta em menor dependência dos fundos gerados internamente e permite maior índice de *payout* de dividendos (LLOYD et al. (1985); VOGT (1994)). Evidências de uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o índice de *payout* também foram encontradas por Lloyd et al. (1985), Vogt (1994), Holder et al. (1998), Fama e French (2001), Srour (2005), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Santos (2008) e Adjaoud e Ben-Amar (2010).

A Tabela 5 mostra evidências de que a rentabilidade da empresa (mensurada pelo retorno sobre o investimento – ROI) impacta positivamente sobre o índice de *payout*. Segundo a especificação I, o aumento de um ponto percentual na rentabilidade da empresa aumenta o índice de *payout* em 1,23 pontos percentuais. Nas demais especificações, o tamanho do impacto da rentabilidade da companhia sobre o índice de *payout* é bem semelhante. Evidências de uma relação positiva entre a rentabilidade e o índice de *payout* também foram encontradas por Jensen *et al.* (1992), Fama e French (2001), Mitton (2004), Harada e Nguyen (2006), Futema, Basso e Kayo (2007), Denis e Osobov (2008).

Observa-se ainda na Tabela 5 que a alavancagem financeira tem impacto negativo sobre o índice de *payout*. Essa constatação empírica vai ao encontro da lógica financeira de que, quanto maior o endividamento de uma empresa, maior é a parcela dos fluxos de caixa da empresa que são destinados ao pagamento de juros e do valor principal das dívidas, restando, assim, menos caixa para distribuir aos acionistas. De acordo com a especificação I, o aumento de 0,1 ponto na alavancagem financeira reduz o índice de *payout* em 0,123 pontos percentuais. Nas outras especificações, a magnitude do impacto da alavancagem financeira

sobre o índice de *payout* é praticamente a mesma. Jensen *et al.* (1992), Gugler e Yurtoglu (2003), Srouf (2005), Harada e Nguyen (2006) também encontraram evidências de uma relação negativa entre alavancagem financeira e índice de *payout*.

Assim como realizado por Harada e Nguyen (2006) e Adjaoud e Ben-Amar (2010), foram incluídas *dummies* anuais para controlar fatores econômicos e mudanças institucionais, ou, de forma geral, características não observadas variantes no tempo, mas que gerariam o mesmo efeito em todas as empresas, como, por exemplo, mudanças na legislação e crises internacionais. O ano de 2000 foi considerado como base de comparação, ou seja, este ano foi retirado da regressão e foram comparados os dividendos propostos nos demais anos analisados com os dividendos propostos no ano de 2000. Nota-se, pela Tabela 5, que a diferença do índice de *payout* nos demais anos de análise nem sempre foi estatisticamente significativa em relação ao índice de *payout* no ano de 2000, porém sempre que a diferença se torna estatisticamente significativa observa-se que ela é negativa. Isso significa que, de acordo com a especificação I, o índice de *payout* nos anos 2002, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013 foi menor do que o índice de *payout* no ano de 2000. Essa diferença no nível de dividendos propostos nestes anos pode estar relacionada com a insegurança do mercado decorrente das eleições presidenciais realizadas no Brasil em 2002, a qual provocou fuga de capitais do país, e com a crise internacional em 2008.

Com base nos resultados das análises multivariadas conclui-se que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo para reduzir os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. Além disso, de acordo com as evidências encontradas neste estudo, melhores práticas de governança corporativa não influenciam o nível de *payout* das empresas. Este resultado mostra indícios de que o baixo *enforcement* da legislação brasileira e os incentivos criados pela BM&FBOVESPA não garantem proteção aos acionistas, sinalizando a necessidade de realização de melhorias no sistema legal brasileiro.

Os resultados encontrados no presente estudo são considerados relativamente robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção das *dummies* setoriais, foram estatisticamente significantes e apresentaram relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Ou seja, os resultados deste trabalho também mostraram evidências de que o índice de *payout* é relacionado positivamente com o tamanho e a rentabilidade da empresa, e negativamente relacionado com alavancagem financeira as oportunidades de crescimento da firma.

5. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas empresas com estrutura de capital pulverizada o principal conflito de interesse ocorre entre os gestores e os acionistas. Já nas empresas onde há alta concentração da propriedade e do controle aliada à baixa proteção legal dos acionistas, situação encontrada nas empresas brasileiras, o principal conflito de agência dá-se entre os acionistas controladores e minoritários.

De acordo com a literatura, o pagamento de dividendos pode, pelo menos parcialmente, reduzir os conflitos de agência, pois a retenção de uma menor proporção dos lucros reduz os fundos discricionários à disposição dos gestores (ou controladores), reduzindo, assim, as oportunidades destes desperdiçarem recursos em projetos não lucrativos ou de outras maneiras não vantajosas para todos os acionistas da empresa.

Outra maneira de reduzir os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários em uma empresa seria por meio de mecanismos de governança corporativa. De acordo com o “*outcome*” *agency model of dividends*, considera-se que as empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Desse modo, os acionistas minoritários têm poder para pressionar os agentes a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio. Com a finalidade de incentivar boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, a BM&FBOVESPA criou, em dezembro de 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa (nível 1 e nível 2) e o Novo Mercado.

Com base neste contexto, o presente trabalho teve como objetivo verificar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. Também buscou investigar se as melhores práticas de governança corporativa adotadas por tais empresas aumentaram a proteção aos acionistas.

Para alcançar o objetivo proposto, foram realizados testes econométricos para um modelo não estimado em estudos anteriores, o qual foi constituído por variáveis de controle justificadas pela literatura, duas variáveis *proxies* para conflitos de agência (excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e fluxo de caixa livre para os acionistas) e uma variável *proxy* para melhores práticas de governança corporativa (adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado). Vale ressaltar que a variável fluxo de caixa livre para os acionistas é pouco explorada em estudos nacionais como *proxy* para

conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários. As estimações foram realizadas para um painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2000 a 2013. Como a variável dependente (Índice de *Payout*) apresenta dados censurados, aspecto pouco considerado na literatura sobre o tema, optou-se pelo uso do método *Tobit* em painel.

Os resultados das análises econométricas rejeitaram as duas hipóteses constituídas com base na teoria de agência (**H₁**: Quanto maior o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista, maior seria o índice de *payout* de dividendos e **H₂**: Quanto maior o fluxo de caixa livre para os acionistas, maior seria o índice de *payout* de dividendos), mostrando, assim, indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários.

Estes resultados podem ser considerados robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção das *dummies* de setores, foram estatisticamente significantes e apresentaram relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores.

Os resultados das análises econométricas também levaram a rejeição da hipótese constituída com base nas práticas de governança corporativa (**H₃**: Empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentariam maiores índices de *payout* de dividendos). Tais resultados mostram evidências de que o fraco *enforcement* das leis brasileiras e os incentivos criados pela BM&FBOVESPA não garantem proteção aos acionistas das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto.

Dentre as limitações deste trabalho pode-se considerar o uso dos dividendos propostos para o cálculo do índice de *payout* e não o uso dos dividendos efetivamente pagos pela empresa. Sabe-se que os dividendos propostos por uma empresa pode não vir a ser efetivamente pago, uma vez que os dividendos propostos estão associados à existência de lucro líquido, enquanto os dividendos efetivamente pagos estão associados a uma questão de caixa. Diante destas associações, a empresa pode pagar dividendos em um determinado ano referente ao dividendo proposto em um exercício anterior. Sendo assim, pela dificuldade de identificar o dividendo efetivamente pago ao lucro líquido do exercício correspondente, optou-se pelo uso dos dividendos propostos em cada exercício analisado.

Contudo, o presente estudo contribuiu para a literatura com evidências empíricas sobre a relação entre Teoria de Agência, Governança Corporativa e Política de Dividendos. Tais evidências não corroboraram com a Teoria de Agência, nem mesmo com a Governança

Corporativa. Novas contribuições sobre essa discussão poderiam ser dadas em estudos futuros adicionando ao modelo estudado a variável concentração acionária indireta como *proxy* para conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários.

REFERÊNCIAS

ADJAOUD, F.; BEN AMAR, W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n.5-6, p. 648-667, 2010.

AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contracts approach to financial contracting. **Review of Economic Studies**, v. 59, p. 473-494, 1992.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 797-795, Dec. 1972.

ALDRIGHI D.M.; MAZZER NETO R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. dos; FERREIRA, L. F. V. de M.; TORRES, F. J. V.. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 14, n. 5, p. 907-924, Set./Out. 2010.

AMBROZINI, M. A. **O impacto do fim da correção monetária no resultado das companhias brasileiras de capital aberto e na distribuição de dividendos**: estudo empírico no período de 1996 a 2004. 2006. 197 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

ARIFF, A. M., IBRAHIM, M. K., OTHMAN, R.. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.

ASSAF NETO, A.. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo. Atlas, 2012.

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 BM7FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago. 2012.

BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 17, 1999.

BALTAGI, B. H. **Econometrics**. 2.ed. Berlim: Springer, 1999.

BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n.2, p. 371-395, Dec., 1989.

BARTRAM, S. M.; BROWN, P. R.; HOW, J. C. Y.; VERHOEVEN, P. Agency conflicts and corporate payout policies: a global study. **Working Paper**, Mar. 2012

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. ECGI Finance Working Paper n. 02/2002, 2002.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. M. da; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: EnANPAD, XXX, 2006. **Anais...** Salvador: 2006.

BERGSTROM, C.; RYDQVIST, K. Ownership of equity in dual-class firms, **Journal of Banking and Finance**, v. 14, n. 2-3, p. 255-269, Aug., 1990.

BLACK, B. S.; KIM, W.; JANG, H.; PARK, K. How corporate governance affects firm value: evidence on channels from Korea. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper, n. 103/2005.

BOLTON, P. SCHARFSTEIN, D. S.. Optimal debt structure and the number of creditors. **The Journal of Political Economy**, v. 104, n. 1, Feb., p. 1-25, 1996.

BORTOLON, P. M.. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **Revista de Administração e Contabilidade da Usininos**, v. 10, n. 1, Jan./Mar., p. 2-18, 2013.

BRASIL. Decreto no 41.019, de 26 de fevereiro de 1957.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

BRASIL. Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995.

BRASIL. Lei 9.430, de 27 de dezembro de 1996.

BRASIL. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001.

BRASIL. Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999.

BRITO, R. D; LIMA, M. R; SILVA, J. C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de característica das firmas? **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 62-81, 2009.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics using Stata*. Revised Edition, 2010.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. 128 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p.348-361, 2004.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R.. Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, n.3, v.1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, E. R. A. **Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: um modelo com informação assimétrica**. 2003. 79 f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2003.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L., 1999. Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. **Policy Research paper 2088**. World Bank, Washington DC.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

DAMODARAN, A. Avaliação de empresas. 2. ed., São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DENIS, D.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, p. 62-82, 2008.

DOIDGE, Craig. U.S. Cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual class firms”. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 3, p. 519-553, Jun. 2004.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, Jun. 2005.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 6, n.2, p.9-27, Maio/Ago. 2002.

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

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.

FAMA, E. F.. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political Economy**, v. 88, n.2, p. 288-307, Apr. 1980.

FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. Risk, return and equilibrium: empirical tests. **Journal of Political Economy**, v. 81, p. 607-636, 1973.

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

FARINHA, J. Divided policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, p. 1173-1209, 2003.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2009.

FERREIRA JUNIOR, W. O.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.. Evidências Empíricas dos Fatores Determinantes das Políticas de Dividendos das Firms Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. In: VII ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2007. Anais... Rio de Janeiro: 2007.

FERREIRA, E. S.; GONZAGA, R. P.; NOSSA, S. N.; WERNECK, M. A.; LEDO, B.C.A.. Fatores relevantes para a emissão de títulos: um estudo empírico na Bovespa no período de 1998 a 2007. In: EnANPAD, XXXIII, 2009. **Anais...** São Paulo: 2009.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K.. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 20, n. 49, p.44-62, Jan/Abr., 2009.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 44, n. 4, Oct./Dec., 2004.

GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. 7. Ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GOMES, F. A. R.; RAMOS, F. M. *Boom* nas vendas de autoveículos via crédito fácil, preços baixos e confiança em alta: o caso de um ciclo? **Revista Economia & Tecnologia**, Ano 4, v. 15, p. 9-18, Out./Dez. 2008.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 309-326, Out./Nov./Dez., 2004.

GREENE, W. H. *Econometric Analysis*. 7ª ed. Prentice Hall, New York 2011.

GROSSMAN, S. J.; HART, O.. One share/one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 175-202, 1988.

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

HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n. 3, p. 15-48, Jul./Set. 2010.

HARADA, K; NGUYEN, P. Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. **Journal of Finance**, vol. 55, p. 1–33, 2006.

HARDIN, W. and HILL, M., D. REIT dividend determinants: excess dividends and capital markets. **Real Estate Economics**, vol. 36, n. 2, p. 349–369, 2008.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Some results on incentive contracts. **The American Economic Review**, v. 68, n. 1, p. 20-30, March, 1978.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Optimal incentive contracts with imperfect information. **Journal of Economic Theory**, v. 20, n. 2, p. 231–259, Apr. 1979.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate governance: Voting rights and majority rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 203-236, 1988.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: EnANPAD, XXVII, 2003. **Anais...** Rio de Janeiro: 2003.

HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W.; HEXTER, J. L. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. **Financial Management**. Tampa, Autumn 1998.

HSIAO, C. *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4º Edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf> Acesso em: 05 de agosto de 2014.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **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, Oct., 1976.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, G.; SOLBERG, D.; ZORN, T. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 27, p. 247-263, 1992.

- JOHNSTON, J.; DINARDO, J. **Métodos Econométricos**. 4^a ed. Lisboa, Mc Graw Hill, 2001.
- KEYNES, J. M.. The general theory of employment. Interest and Money, London: McMillan, 1936.
- KHAN, T. Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data. **Economic Journal**, v. 116, p. 172-189, 2006.
- KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã, v. 10, n. 5, p. 703-728, Nov., 2004.
- KLEIN, B. Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1985.
- KOWALEWSKI, O.; STETSYUK, I.; TALAVERA, O. Corporate governance and dividend policy in Poland. Discussion Papers of DIW Berlin 702, DIW Berlin, German Institute for Economic Research, 2007.
- LANG, L.H.P.; LITZENBERGER, R.H. Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis. **Journal of Financial Economics**, v. 24, p. 181-91, 1989.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n.6, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. A Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999.
- LA PORTA, R.; de SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policy around the world. **The Journal of Finance**, v.55, p.1-33, 2000.
- LA PORTA, R.; de SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, vol.57, n.3, p.1147-1170, Jun. 2002.
- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, Out./Nov., 2004.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v.6, n.1, p.7-18, Jan./Abr. 2002.

LIMA, L. T. **Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2014. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, Universidade de São Paulo, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 39-53, Out., 2003.

LOSS, L.; NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: um estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na BOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v.17, n.40, p.52-66, Jan./Abr. 2006.

LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. **Quarterly Journal of Business and Economics**. Lincoln, Summer 1985.

MACHO-STADLER, I.; PÉREZ-CASTRILLO, J. D. An introduction to the economics of information. *Oxford: Oxford University Press*, 1995.

MANNEH, M. A.; NASER, K.. Determinants of corporate dividends policy: evidence from an emerging economy. **International Journal of Economics and Finance**, v. 7, n. 7, p. 229-238, 2015.

MARÔCO, J. Análise de equações estruturais: fundamentos teóricos, software e aplicações. Pêro Pinheiro: Report Number; 2010.

MARTINS, G. de A. Manual para elaboração de monografias e dissertações. 2º Edição. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, T. C.; NOVAES, W. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 953-967, 2012.

MATRAGRANO, D. D. **Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital em empresas brasileiras**. 2015. 117 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

MAURY, C; PAJUSTE, A. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *Working Paper*, Stockholm School of Economics, 2002.

McCABE, G. M. The empirical relationship between investment and financing: a new look. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 14, n. 1, p. 119-135, Mar., 1979.

MERRYMAN, J. H. The civil law tradition: an introduction to the legal systems of Western Europe and Latin America. Stanford, Calif.: Stanford Univ. Press, 1969.

MICHAEL, N. B. Agency conflict and corporate dividend policy decisions in Nigeria. **Asian Economic and Financial Review**, v. 3, n. 8, p. 1110-1121, 2013.

MICHAELY, R., ROBERTS, M. Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: lessons from the dividend policies of private firms, Working Paper não publicado, 2006.

MILLER, G. J. Solution to principal-agent problems in firms. *Handbook of New Institutional Economics*, p. 349-370, 2005.

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

MITNICK, B. M. The theory of agency: the policing “paradox” and regulatory behavior. **Public Choice** (Winter), v. 24, p. 27-42, 1975.

MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging market. **Emerging Markets Review**, v. 5, p. 1031-1051, 2004.

MOTA, D.C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

MOTA, D. C.; EID JUNIOR, W.. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: XXXI ENCONTRO DA ANPAD, 2007, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and Market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração – RAUSP**, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 47, n. 4, p. 671-682, out./dez. 2012.

MOUGOUÉ, M.; RAO, R. P. The information signaling hypothesis of dividends: evidence from cointegration and causality tests. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, p.441-478, Abr./Maio 2003.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, p. 187-221, 1984.

NEPOMUCENA, T. M.; CIRILLO, M. A. Identificação de outliers por alocação das observações através do modelo Poisson aplicado ao número de casos de Aids diagnosticados no Brasil. **Semina: Ciências Biológicas da Saúde**, Londrina, v. 31, n. 1, p. 29-35, jan./jun., 2010.

NNADI, M.; WOGBOROMA, N.; KABEL, B.. Determinants of dividend policy: evidence from listed firms in the African stock exchanges. **Panoeconomicus**, v. 6, p. 725-741, 2013.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A.. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 17, p. 48-59, 2013.

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo**: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. 1994. 80 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

RENNEBOOG, L.; TROJANOWSKI, G. Control structures and payout policy. **Managerial Finance**, v. 33, n. 1, p. 43-64, 2007.

RIBEIRO, M. A.; DIAS FILHO, J. M.; CARVALHO JÚNIOR, C. V. O.; ALMEIDA, C. S. L., SANTOS, E. B. Um estudo sobre a associação entre práticas de Governança Corporativa e políticas de dividendos no Brasil. In: *X SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA*, Outubro, Rio de Janeiro: 2013.

ROSS, S. A. et al. *Administração Financeira*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROZEFF, M., Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research** (Fall 1982), p. 249-259.

SABOIA, J. Baixo crescimento econômico e melhora do mercado de trabalho – como entender a aparente contradição? **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 28, n. 81, p. 115-125, May/Aug. 2014.

SACHSIDA, A. A crise internacional: reflexões e discussões. **Revista Economia & Tecnologia**, Ano 5, v. 16, Jan./Mar., 2009.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. Metodologia de pesquisa. 3. Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SANTOS, R. F. C. **Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos**. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

SELLTIZ, C. et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: Herder: Edusp, 1965.

SHAVELL, S. Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. **Bell Journal of Economics**, v. 10, p. 55–73, 1979.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783. 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461–488, 1986.

SILVA, J.; BRITO, R. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, vol. 35, p. 37-79, 2005.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração – READ**, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, v. 14, n. 3, p. 512-540, set/dez. 2008.

SILVEIRA, A. M.; BELLATO, L. L. N. Influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: VI ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2006. **Anais...** Vitória: 2006.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R.. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez., 2004.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

TERRA, F. H. B. A apreciação cambial e a dívida líquida do setor público. **Revista Economia & Tecnologia**, Ano 3, v. 10, Jul/Set. 2007.

TUKEY, J. W. A survey of sampling from contaminated distribution: contributions to probability and statistics. California: University Stanford, p. 448-485, 1960.

URZÚA, M. G.; ALVARADO, M. Y.; HERMOSILLA, B. U. Análisis de la política de pago de dividendos en empresas chilenas. **Estudios Gerenciales**, v. 28, n. 123, p. 27-42, Abr./Jun., 2012.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, Santiago, v.3, n.1, p.25-54, Abr. 2000.

VOGT, S.C. The cash flow/investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. **Financial Management** (Summer), p.3-20, 1994.

WOOLDRIDGE, J. M. Econometric analysis of cross section and panel data. Cambridge, Massachusetts, 2002a.

WOOLDRIDGE, J. M. Introductory Econometrics. Pioneira Thompson Learning, 20^a ed., 2002b.

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.

ZAGONEL, T. **Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil**. 2013. 83 f. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

ZINGALES, L. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. **The Review of Financial Studies**, v. 7, n.1, 1994.

APÊNDICE A - Classificação das empresas dentro de seis setores

Setor	Empresas
Serviços	<p>Abril Educa; Agconcessoes; Agpart; Alfa Consorç; Alfa Holding; Aliansce; All Amer Lat; Amil; Anhanguera; Arthur Lange; Bahema; Ban Armazens; Bematech; BHG; Blue Tree; BR Brokers; BR Malls Par; BR Propert; Bradespar; Casan; CCR SA; Cemepe; Cielo; Cma Part; Comgas; Contax; Copasa; Cor Ribeiro; Csu Cardsyst; Cyre Com-Ccp; Dasa; Datasul; Dijon; Doc Imbituba; Docas; Dtcom Direct; Ecorodovias; Eldorado; Estacio Part; Fleury; Generalshopp; Gol; GPC Part; Habitasul; Hoteis Othon; Ideianet; IGB S/A; Iguatemi; Invest Bemge; Itausa; Jereissati; JSL; Kroton; Lark Maqs; Localiza; Locamerica; Log-In; Longdis; Lopes Brasil; Maori; Medial Saude; Mills; Mont Aranha; Mrs Logist; Multiplan; Multiplus; Net; Odontoprev; Par Al Bahia; Peve Predios; Peve-Finasa; Polpar; Portx; Prumo; Qualicorp; Real Cons Part; Real Holdings; Realpar Part; Redecard; Ret Part; Sabesp; Sanepar; Santos Bras; Santos Brp; São Carlos; Saraiva Livr; Savarg; Seb; Sierrabrasil; Sondotecnica; Souto Vidig; Spturis; Suzano Hold; Tam S/A; Tecnosolo; Tegma; Tempo Part; Time For Fun; Totvs; Transbrasil; Trevisa; Triunfo Part; Uol; Valid; Varig Serv; Varig Transp.</p>
Indústria	<p>Abyara; Aco Altona; Acos Vill; Agra Incorp; Albarus; Aliperti; All Ore; Alpargatas; Am Inox BR; Amadeo Rossi; Amelco; Aracruz; Arcelor BR; Arezzo Co; Arno; Arteris; Autometal; Azevedo; Bahia Sul; Bardella; Baumer; Bergamo; Bic Monark; Biobras; Biomm; Bombril; Botucatu Tex; Brasilit; Braskem; Brasmotor; Brookfield; Buettner; Bunge Fertilizantes; Caemi; Cambuci; Caraiba Met; Cargill Fertilizant; CBC Cartucho; CC Des Imob; Ccx Carvao; Cedro; Celm; Celul Irani; Cent Min-Rio; Chiarelli; Cia Hering; Cim Itau; Cimob Partic; Cobrasma; Cofap; Coinvest; Coldex; Company; Confab; Const A Lind; Const Beter; Copas; Copesul; Cosipa; Coteminas; Cr2; Cremer; Cremer (Antiga); Cyrela Realt; D F Vasconc; DHB; Direcional; Dixie Toga; Dohler; Douat Textil; Duratex; Duratex-Old; Ecisa; Edn; Electrolux; Elekeiroz; Elevad Atlas; Eluma; Embraco; Embraer; Encorpar; Ericsson; Estrela; Eternit; Eucatex; Even; Evora; Eztec; F Guimaraes; Fab C Renaux; Fer Demellot; Fer Heringer; Ferbasa; Ferro Ligas; Fertibras; Fertiza; Fibam; Fibria; Forja Taurus; Fras-Le; Gafisa; Gazola; Geral de Concreto; Gerdau; Gerdau Met; Grendene; Guararapes; Haga S/A; Helbor; Hercules; Hrt Petroleo; Hypermarcas; Inbrac; Inds Romi; Inepar; Iochp-Maxion; Ipiranga Ref; Itaotec; Jaragua Fabril; JHSF Part; Joao Fortes; Karsten; Kepler Weber; Klabin S/A; Klabinsegall; Kuala; Le Lis Blanc; Liasa; Linhas Circulo; Lix da Cunha; Lupatech; M G Poliest; Magnesita; Magnesita AS; Mahle-Cofap; Maio Gallo; Mangels Indl; Marcopolo; Marisol; Melhor SP; Melpaper; Mendes Jr; Met Duque; Metal Iguacu; Metal Leve; Metalfrio; Metisa; Micheletto; Millennium; MMX Miner; MRV; Mundial; Nadir Figuei; Nitrocarbono; Nordon Met; Nutriplant; OGX Petroleo; Orion; OSX Brasil; Oxiteno; Panatlantica; Paraibuna; Paranapanema; PDG Realt; Pet Manguinh; Petrobras; Petroflex; Petroq Uniao; Petroquisa; Pettenati; Plascar Part; Polialden; Polipropileno; Polipropileno Parti; Politenio; Portobello; Positivo Inf; Pro Metalurg; Pronor; Providencia; Qgep Part; Quattor Petr; Randon Part; Recrusul; Ren Hermann; Rexam Bcsa; Rimet; Riosulense; Ripasa; Rodobensimob; Rossi Resid; S Gobain Canal; S Gobain Vidro; Sam Industr; Sansuy; Santanense; Santistextil; Schlosser; Schulz; Semp; Sergen; Sibra; Sid Nacional; Sid Tubarao; Sifco; Souza Cruz; Springer; Springs; Spscs Industrial; Sultepa; Suzano Papel; Tec Blumenau; Tecel S Jose; Technos; Technos Rel; Tecnisa; Tectoy; Teka; Tekno; Tenda; Tex Renaux; Trafo; Trikem; Trisul; Trorion; Tupy; Ultrapar; Unicasa; Unipar; Usiminas; V-Agro; Vale; Valefert; Vicunha Text; Viver; Vulcabras; Weg; Wembley; Wetzel S/A; Whirpool; Wiest; Yara Brasil; Zivi.</p>

Continua...

APÊNDICE A – Classificação das empresas dentro de seis setores

Continuação...

Energia Elétrica	AES Elpa; AES Sul; AES Tiete; Afluente; Afluente T; Ampla Energ; Ampla Invest; Bandeirante Energ; Cach Dourada; Ceb; Ceee-D; Ceee-Gt; Celesc; Celg; Celgpar; Celpa; Celpe; Cemar; Cemig; Cesp; Coelba; Coelce; Copel; Cosern; CPFL Energia; CPFL Geracao; CPFL Piratininga; Elektro; Eletrobras; Eletropar; Eletropaulo; Emae; Energias BR; Energisa; Enersul; Eneva; Epte; Equatorial; Escelsa; F Cataguazes; Ger Paranap; Gtd Partic; Ienergia; Iven; Light S/A; Paul F Luz; Rede Energia; Redentor; Renova; Rio Gde Ener; Taesa; Tractebel; Tran Paulist.
Telecomunicações	Amazonia Celular; Brasil T Par; Capitalpart; Crt Celular; Embratel Part; GVT Holding; Inepar Tel; La Fonte Tel; LF Tel; Oi; Tele Centroeste Cel; Tele Leste Celular; Tele Nordeste Celul; Tele Nort Cl; Tele Sudeste Celula; Telebahia; Telebras; Telef Brasil; Telefonica Data Hld; Telemar; Telemar N L; Telemig; Telemig Cl; Telemig Part; Telerj Cel; Telet; Tim Nordeste; Tim Part S/A; Tim Sul; Vivo.
Bebidas e Alimentos	Ambev S/A; Antarct Nordeste; Brasilagro; BRF SA; Bunge Alimentos; Bunge Brasil; Cacique; Caf Brasilia; Chapeco; Clarion; Cosan; Eleva; Excelsior; Fluminense Refriger; Granoleo; Guarani; Iguacu Café; J B Duarte; JBS; Josapar; Leco; M.Diasbranco; Manasa; Marambaia; Marfrig; Minerva; Minupar; Peixe; Polar; Rasip Agro; Renar; Sadia S/A; Sao Martinho; Seara Alim; SLC Agricola; Tereos; Usin C Pinto; Vigor; Vigor Food.
Comércio	B2W Digital; Bahema Equipament; Battistella; Bompreco; BR Pharma; Dimed; Grazziotin; Imc Holdings; Ipiranga Dis; Ipiranga Pet; Livr Globo; Lojas Americ; Lojas Arapua; Lojas Hering; Lojas Marisa; Lojas Renner; Magaz Luiza; Makro; Natura; P.Acucar-Cbd; Petrobras Distrib; Profarma; RaiaDrogasil; Sole Comex; Viavarejo; Wlm Ind Com.