

Teoria de Agência e Política de Dividendos: Evidências nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2000 a 2013

Regiane Lopes Rodrigues
FEARP/USP
rlregianelopes@gmail.com

Marcelo Augusto Ambrozini
FEARP/USP
marceloambrozini@yahoo.com.br

Resumo

O presente artigo teve como objetivo averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Para atingir tal objetivo, foram realizadas estimações econométricas em 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, aspecto pouco considerado na literatura sobre o tema, optou-se por utilizar o método Tobit em painel. As evidências encontradas sinalizam que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como um mecanismo para reduzir potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Além disso, os resultados das estimações também sugerem que o Índice de *Payout* é relacionado positivamente ao tamanho e à rentabilidade da empresa e negativamente à alavancagem financeira e a novas oportunidades de crescimento, corroborando evidências de outros trabalhos.

Palavras-chave: Teoria de Agência; Política de Dividendos; Conflitos de interesse; Acionistas.

Abstract

This study aimed to investigate whether the Brazilian companies publicly traded use the dividend policy as a reduction mechanism of agency conflicts between controlling and minority shareholders. To achieve this goal, were carried econometric estimations out in panel with information of 466 non-financial Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA for the period 2000-2013. As the dependent variable (Payout Index) is censored, aspect little considered in the literature on the subject, it was decided to use the Tobit method panel. The evidences indicate that the Brazilian companies publicly traded do not use the dividend policy as a mechanism to reduce potential agency conflicts between controlling and minority shareholders. In addition, the estimation results also suggest that the Payout Index is positively related to the size and profitability of the company and negatively related to financial leverage and new opportunities for growth, corroborating evidences from other studies.

Keywords: Agency Theory; Dividend Policy; Conflicts of interest; Shareholders.

Classificação JEL: G35; D23; D74; D86.

Área ANPEC: Área 8 - Microeconomia, Métodos Quantitativos e Finanças.

Introdução

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato no qual uma pessoa (ou mais), o principal, emprega outra pessoa (ou mais de uma), o agente, para executar em seu nome um serviço que implica a delegação de algum poder de decisão do principal ao agente. Assim, nas corporações, a relação entre acionistas e administradores pode ser considerada como uma relação de agência. Nesta, os primeiros contratam os últimos para executarem em seus nomes e de acordo com seus interesses o gerenciamento da empresa. No entanto, de acordo com mesmos autores, se as duas partes da relação forem maximizadoras de utilidade e autointeressadas (oportunistas), há a possibilidade de que o agente não atue sempre de acordo com os interesses do principal, resultando nos chamados conflitos de agência.

Tais conflitos ocorrem quando os gestores optam por ações que maximizam a sua própria utilidade, mas que não estão alinhadas aos objetivos dos acionistas, os quais visam à maximização de suas rendas/riquezas. De acordo com a literatura, os conflitos de agência podem ocorrer quando os gestores tomam decisões sobre investimento, sobre financiamento e sobre a política de dividendos da empresa. Devido ao desalinhamento de interesses entre acionistas e gestores, estes podem, por exemplo, utilizar os recursos disponíveis da empresa – fluxo de caixa livre (excesso do lucro após os investimentos rentáveis) – de acordo com seus interesses pessoais, consumindo gratificações em excesso ou investindo em projetos duvidosos, entre outras ações (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Estas podem destruir o valor da empresa e, portanto, são contrárias aos interesses dos acionistas.

Uma maneira de mitigar os problemas de agência entre acionistas e gestores seria a concentração de propriedade. Conforme Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1986), tal concentração seria benéfica para a avaliação das corporações, pois grandes investidores conseguem monitorar melhor os administradores. No entanto, apesar desse benefício, elevada concentração da propriedade e do controle pode ocasionar outro conflito de agência: entre acionistas controladores e minoritários. Segundo Silveira (2002), este é o principal conflito de agência observado nas empresas brasileiras, devido à elevada concentração da propriedade e do controle aliada à baixa proteção legal aos acionistas.

De acordo com a literatura, o pagamento de dividendos pode, pelo menos parcialmente, reduzir os conflitos de agência entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais), uma vez que, ao reter uma menor proporção dos lucros, haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos administradores, reduzindo, assim, as oportunidades destes desperdiçarem recursos 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).

O mesmo raciocínio se aplica nas empresas com elevada concentração da propriedade e do controle, nas quais o acionista controlador é um dos principais, mas, ao mesmo tempo, agente em relação aos acionistas minoritários. Neste contexto, o presente trabalho buscará responder ao seguinte problema de pesquisa: as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para minimizar os potenciais conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários?

Dessa maneira, o objetivo é averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como um mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas. Para atingir tal objetivo, 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 a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e fluxo de caixa livre para os acionistas. Vale ressaltar que a última variável é pouco explorada em estudos nacionais como uma *proxy* para conflitos de interesses entre acionistas. 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, aspecto pouco considerado na literatura sobre o tema, será utilizado o método Tobit em painel.

Por fim, é importante destacar que este trabalho traz contribuições para a literatura, uma vez que analisa a política de dividendos das empresas brasileiras pela ótica da Teoria de Agência, utilizando um

modelo não estimado em estudos anteriores, no qual a variável fluxo de caixa livre para os acionistas é uma das *proxies* para conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Além disso, pode apresentar impactos sociais, dado que estudos sobre os conflitos de agência entre acionistas são relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois existência desses conflitos tende a impactar o preço das ações e dificultar a captação de recursos externos pelas empresas (PROCIANOY, 1994).

O presente trabalho está dividido em três seções. Além desta introdução e das considerações finais, a primeira seção apresenta a revisão da literatura sobre a relação entre Teoria de Agência e Política de Dividendos. Na segunda seção, os procedimentos metodológicos são discutidos. Finalmente, na terceira seção é realizada a análise dos resultados.

1. Revisão da literatura: a relação entre Teoria de Agência e Política de Dividendos

Como mencionado na introdução, Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual o principal emprega um agente para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão. Cada uma das partes envolvidas em uma relação de agência tem uma função de utilidade independente e suas ações visam à maximização de sua utilidade esperada (SHAVELL, 1979). Considerando, ainda, que as informações são assimétricas, é possível acreditar que o agente, ao buscar maximizar a sua própria utilidade, não agirá sempre em prol dos melhores interesses do principal. Esta divergência de interesses entre as partes envolvidas no contrato dão origem aos conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

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. 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. Nessas condições, a decisão de investimento, a decisão de financiamento e a política 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 de novos investimentos, uma vez que esse fator influencia 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).

Porém, 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, mas surge a necessidade dos administradores usarem outra forma de financiar 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 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).

Trabalhos anteriores estudaram a relação entre conflito de agência e a 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 o índice de *payout* 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, os autores encontraram evidências de que os custos de agência influenciaram o pagamento de dividendos.

Holder *et al.* (1998), por sua vez, analisaram as relações entre política de dividendos e decisões de investimentos considerando os conflitos entre a empresa e seus acionistas não representativos de capital. Foram utilizados os dados de 477 empresas norte-americanas no período de 1983 a 1990 e o método *pooled time series cross-sectional* para testar um modelo de regressão linear múltipla, no qual os autores introduziram o fluxo de caixa livre como *proxy* para custo de agência. Os resultados mostraram uma relação positiva entre *payout* de dividendos e fluxo de caixa livre. 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 e encontraram evidências de 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 com 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 gestores.

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). Porém, 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 controladores e minoritários.

Em empresas onde um (ou poucos) acionista(s) tem o poder de influenciar o controle de uma 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 forma, em empresas com elevada concentração da propriedade e do controle, como as empresas brasileiras, o principal conflito de agência ocorre entre os acionistas controladores 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 acionistas e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 78% e 82% destas ações, respectivamente. Evidências encontradas por Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), no final de 1998, mostraram que o maior acionista, os três maiores acionistas e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 61%, 79% e 84%, respectivamente.

No ano de 2000, Carvalhal da Silva (2004) observou que, na média, o maior acionista, os três maiores acionistas 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. Bortolon (2013) 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 observado nas empresas brasileiras, 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 verificada por Dutra e Saito (2002). Ao investigar os conselhos de administração de 142 companhias brasileiras de capital aberto, a partir de dados do final do exercício de 1999, os 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 estes acionistas utilizem os recursos da empresa visando seus interesses pessoais em detrimento aos acionistas minoritários. O acionista controlador pode, 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 controladores e minoritários 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 a votos do direito sobre o fluxo de caixa. Na existência dessa desvinculação, o acionista controlador tem 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 a voto para utilizarem recursos da empresa em seu benefício em detrimento aos acionistas minoritários.

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 os direitos a voto e 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 a voto e sobre o fluxo de caixa. Com base em uma amostra composta por empresas não financeiras de capital aberto, 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 disparidade entre os direitos a voto e 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 Morck, 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 a voto e o direito na participação no capital total favorece o

alinhamento de interesses entre todos os sócios (IBGC, 2009). 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 controladores e minoritários (GORGA, 2004; SILVEIRA; BARROS, 2008).

Trabalhos anteriores encontraram evidências de uma diferença significativa entre o direito a 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, Carvalho da Silva e Valadares (2002) observaram que, no final de 1998, o maior acionista detinha 61% das ações votantes e 43% das ações totais. Carvalho da Silva (2004) observou que, para o ano de 2000, o maior acionista tinha 72% das ações ordinárias e 51% das ações totais. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) notaram 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 acionistas controladores e minoritários, as empresas podem 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). 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 política de dividendos e conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

Procianoy (1994) analisou a importância dos tributos sobre a decisão dos gestores das empresas brasileiras de 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). Assim, 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. No entanto, utilizando regressões lineares 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) encontrou evidências de 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.

Claessens *et al.* (1999) encontraram evidências de expropriação nas empresas controladas por famílias e instituições financeiras. Utilizando 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 nove países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia), os autores dividiram a amostra em quatro classes de propriedade (controle familiar, controle por instituições financeiras, controle pelo Estado e propriedade difusa) e 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’. Os autores encontraram evidências de que a expropriação dos acionistas minoritários em empresas com controle familiar ocorreu na maioria dos países analisados, já a expropriação dos minoritários em empresas controladas por instituições financeiras ficou evidente apenas no Japão, onde o controle familiar é insignificante. Não foram encontradas evidências de expropriação no país Taiwan e nem nas empresas controladas pelo Estado ou com propriedade difusa.

Carvalho da Silva (2004) encontrou evidências de potencial conflito de agência entre 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 sobre a 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 a 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), 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), no Japão por Harada e Nguyen (2006).

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.

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* de dividendos nas empresas brasileiras que pagaram dividendos acima de 25%. Esses resultados sugerem que as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos como 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 dados de empresas de capital aberto e o método 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.

Nnadi, Wogboroma e Kabel (2013) encontraram evidências de que os custos de agência são o fator determinante mais dominante da política de dividendos entre as empresas africanas. Utilizando os dados financeiros de 1.742 empresas africanas de capital aberto e o método Tobit em painel, os autores observaram que a proporção do total de ações detidas pelos *insiders* (*proxy* para custo de agência) tem impacto negativo sobre o nível de dividendos pagos. Os resultados também mostraram que a alavancagem financeira está negativamente relacionada com a política de dividendos, enquanto 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 controle. Utilizando as informações de 297 companhias abertas no período de 2005 a 2012 e o método Tobit, o autor encontrou evidências de que as empresas com estruturas de propriedade e de controle mais concentradas tendem a distribuir menos dividendos. Tais resultados sugerem que existem conflitos de agência entre 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. Utilizando informações de relatórios anuais de 31 empresas com ações negociadas na Abu Dhabi Securities Exchange (ADX) no 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 relacionada com o nível de alavancagem financeira das empresas. Tais resultados corroboram com a teoria de agência.

Contudo, a revisão de literatura realizada nesta seção mostrou que os estudos empíricos realizados nas empresas com elevada concentração da propriedade e de controle não encontraram evidências conclusivas sobre a relação entre a política de dividendos e os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. Como já mencionado na introdução, este estudo pretende apresentar evidências que contribuam para esta lacuna da literatura. Os procedimentos metodológicos utilizados para isso serão discutidos na próxima seção.

2. Procedimentos metodológicos

Para averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como um mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, serão realizados testes econométricos para um painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2000 a 2013. A análise inicia-se em 2000 em função de ser o ano no qual esta instituição criou os níveis diferenciados de governança corporativa; e encerra-se em 2013 por ser o ano mais recente com informações disponíveis nos bancos de dados Economática referentes às demonstrações financeiras das empresas de capital aberto¹. Deve-se ressaltar que as companhias são consideradas na amostra somente nos períodos nos quais há informações divulgadas. Além disso, se uma empresa não tiver se mantido aberta durante todo o período analisado, ela consta na amostra apenas nos anos nos quais permaneceram abertas e disponibilizaram informações sobre suas demonstrações financeiras. O modelo a ser estimado baseia-se na equação (1) abaixo.

$$\text{Índice de Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EDV}_{it} + \beta_2 \text{FCFE}_{it} + \beta_3 \text{TMV}_{it} + \beta_4 \ln \text{AT}_{it} + \beta_5 \text{RENT}_{it} + \beta_6 \text{AF}_{it} + \beta_7 \text{GC}_{it} + \beta_8 \text{Setor}_{it} + \beta_9 \text{Ano}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

sendo:

- *Índice de Payout_{it}*: percentual do lucro líquido, da empresa *i* no ano *t*, diretamente distribuído aos acionistas a título de proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio);
- *EDV_{it}*: excesso de direito a 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);
- *FCFE_{it}*: fluxo de caixa livre para os acionistas da empresa *i* no ano *t*;
- *TMV_{it}*: taxa média de crescimento das vendas nos três últimos anos da empresa *i* no ano *t*;
- *ln AT_{it}*: transformação logarítmica (logaritmo natural) do ativo total da empresa *i* no ano *t*;
- *RENT_{it}*: rentabilidade (razão entre o lucro operacional da empresa *i* no ano *t* e seu investimento);
- *AF_{it}*: alavancagem financeira (razão entre o passivo oneroso da empresa *i* no ano *t* e seu patrimônio líquido a valor de mercado);
- *GC_{it}*: nível de governança corporativa que a empresa *i* está classificada na BM&FBOVESPA no ano *t*;
- *Setor_{it}*: setor no qual a empresa *i* se enquadra no ano *t*;
- *Ano_{it}*: *dummies* anuais, sendo 2000 a base de comparação (*default*);
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro;
- β_0 : constante (intercepto);
- β_1, \dots, β_9 : coeficientes a serem estimados associados às variáveis explicativas.

A variável dependente, portanto, é o *Índice de Payout*, que mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas de uma empresa. Para cada empresa, é calculada de acordo com a equação (2).

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

Utilizando a base de dados Economática, as informações sobre o lucro líquido do exercício foram coletadas na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) de cada empresa. 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 da Economática; (iii) proventos em dinheiro, disponível em Eventos Corporativos no *site* da BM&FBOVESPA; (iv) atas de reuniões da administração e comunicados ao mercado, ambos disponíveis em Informações Relevantes no *site* da BM&FBOVESPA.

Vale ressaltar que, neste trabalho, o termo “dividendos” refere-se aos dividendos propriamente ditos, mas também aos juros sobre o capital próprio (JSCP). Dado que ambos são formas de remuneração

¹ As informações foram coletadas a partir da demonstração financeira consolidada das empresas, na ausência de informações nesse formato, foi utilizada a demonstração não consolidada.

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 do estudo. Os dados sobre os dividendos não foram coletados na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) para minimizar distorções. Como a proposta de distribuição de dividendos relaciona-se à existência de lucro líquido, enquanto o pagamento dos dividendos propostos é uma questão de caixa, os dividendos pagos em um exercício social podem estar relacionados aos 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 em 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. Deve-se ressaltar que este procedimento foi tomado partindo do princípio 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 exercício social no qual a empresa obteve lucro líquido.

Em relação à variável dependente é importante destacar, ainda, que ela é censurada. Considerando que o pagamento de dividendos não assume valores negativos e que as empresas podem escolher ou não distribuí-los em um determinado exercício, há uma concentração de observações que assumem o valor zero. A Tabela 1 demonstra tal fato, apresentando a proporção de empresas que não distribuem dividendos, ou seja, que o *Índice de Payout* assume o valor zero em cada um dos anos analisados. Na média, do total de observações para a variável *Índice de Payout* (4.469), 43% (1.908) foram igual a zero. Diante desta característica da variável dependente, optou-se pelo uso do método *Tobit* em painel. É importante, então, antes de prosseguir com a descrição das variáveis, fazer comentários sobre o método.

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: *Economática e BM&FBOVESPA*. Elaboração própria.

Primeiramente, vale apontar que dados em painel combinam *cross-sections* com séries temporais. Assim, segundo Hsiao (1986), utilizar dados em painel possibilita a realização de análises com mais observações, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre as variáveis exógenas, assim como há a possibilidade de lidar com provável viés de variável omitida. 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. Ademais, também é possível observar, com maior precisão, diferenças entre as unidades de análises ou grupos delas (heterogeneidade). Possibilita, ainda, controlar e verificar a dinâmica das variáveis dependentes e independentes no tempo (BALTAGI, 1999).

A análise de dados em painel possui três abordagens mais comuns: *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. No *pooled*, não é considerada a natureza de cada *cross-section* estudada; no método de efeitos fixos, as estimações assumem que a heterogeneidade de uma unidade de análise (empresas, no caso deste estudo) ou de grupos dela é captada, assim, além de controlar características observadas variantes no tempo inseridas no modelo, também controla características não observadas constantes no tempo, mas que diferem entre as unidades de análise (os efeitos fixos); já no método de efeitos aleatórios, a estimação é realizada introduzindo a heterogeneidade das unidades no termo de erro (FÁVERO *et al.* (2009).

Tais abordagens tradicionais devem considerar variáveis dependentes contínuas e com distribuições apropriadas. No entanto, há métodos que lidam com variáveis que não apresentam estas características. Se a variável dependente for censurada, uma opção adequada é o método *Tobit* em painel, caso contrário, a simples estimação por mínimos quadrados é inconsistente e enviesada. Já pelo *Tobit*, tais problemas são contornados por ser um método de estimação de máxima verossimilhança. A censura pode ocorrer

quando a variável dependente é contínua, mas há concentração de observações em um ou mais limites, de modo que não são observados valores acima ou abaixo dos limites (o que é o caso do *Índice de Payout*), ou quando a variável assume o valor zero com probabilidade positiva, mas é uma variável aleatória contínua com valores estritamente positivos (WOOLDRIDGE, 2002, CAMERON; TRIVEDI, 2010).

Realizadas estas considerações sobre o método, a atenção deve se voltar para as variáveis de maior interesse para o presente estudo: (i) excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (*EDV*) e (ii) fluxo de caixa livre para os acionistas (*FCFE*). Estas variáveis são utilizadas como *proxies* para potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Parte-se do pressuposto, fundamentado pela literatura, de que estes conflitos podem ser acentuados em empresas nas quais há separação entre a propriedade e o controle por meio da emissão de ações sem direito a voto (preferenciais) e de ações com direito a voto (ordinárias). Argumenta-se que a existência de ações ordinárias e preferenciais desvincula o direito de votos do direito sobre o fluxo de caixa.

Assim, a primeira *proxy* utilizada para mensurar o potencial conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários é a variável “excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (*EDV*)”, que mede o desvio de direitos a voto e sobre o fluxo de caixa em cada empresa. Esta variável, usada em trabalhos anteriores, como Srour (2005), Peixoto e Buccini (2013) e Bortolon (2013), é 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.

De acordo com Morck, Shleifer e Vishny (1988) e IBGC (2009), quando as ações de propriedade e de controle são detidas pela mesma pessoa existiriam menos conflitos de interesse, em função da vinculação proporcional entre o direito a voto e a participação no capital favorecer o alinhamento de interesses entre todos os sócios. Porém, no Brasil, a emissão de ações sem direito a voto, permitida pela legislação, viola a regra básica “uma ação, um voto” e possibilita que os direitos a voto dos acionistas controladores excedam consideravelmente seus direitos sobre o fluxo de caixa. Quanto maior o desvio de direitos, maior seria o incentivo para os controladores não agirem de acordo com interesses dos acionistas minoritários. Assim, a fim de investigar se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para reduzir o potencial conflito de agência entre controladores e minoritários, será testada a seguinte hipótese:

H₁: quanto maior for 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*.

Ou seja, se as empresas buscam minimizar conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários por meio da política de pagamento de dividendos, a relação entre o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista e o *Índice de Payout* deve ser positiva.

A segunda *proxy* para mensurar o potencial conflito de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários é a variável fluxo de caixa livre para os acionistas (*Free Cash Flow to Equity*), representada na equação (1) pelo termo *FCFE*. Esta variável, calculada da maneira representada na equação (3), corresponde ao caixa disponível depois do pagamento de dívidas e das necessidades de reinvestimento na empresa. Na literatura sobre o tema, também é chamada de dividendos potenciais, pois sinaliza o fluxo de caixa que poderia ser pago como dividendos (DAMODARAN, 2007).

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} - (\text{Gastos de Capital} - \text{Depreciação}) - (\text{Alterações em Capital de Giro Não Monetário}) + (\text{Emissão de Nova Dívida} - \text{Repagamentos de Dívidas}) \quad (3)$$

Elevadas retenções de recursos gerados internamente podem resultar em conflitos de agência, pois os administradores (controladores) podem agir visando seus interesses pessoais e utilizarem o fluxo de caixa livre consumindo gratificações em excesso ou investindo 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 (controladores), 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).

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

H₂: quanto maior o fluxo de caixa livre para os acionistas, maior seria o Índice de *Payout*.

Assim, se as empresas buscam atenuar os conflitos de agência entre os acionistas controladores 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*.

Fundamentando-se em trabalhos anteriores que discutem possíveis determinantes da política de pagamento de dividendos, serão inseridas variáveis de controle nos modelos com o objetivo de averiguar com maior robustez o impacto das variáveis de interesse sobre tal política. Isto porque tais variáveis, se bem escolhidas, tendem a reduzir a correlação do erro com as variáveis de interesse, diminuindo o erro.

A primeira variável de controle é a taxa média de crescimento das vendas (*TMV*), uma *proxy* para oportunidades de crescimento da empresa. Esta variável foi calculada da de acordo com a fórmula representada pela equação (4). 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. Lloyd *et al.* (1985), Jensen *et al.* (1992), Fama e French (2001) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) encontraram evidências de uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e distribuição de dividendos.

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

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), Srouf (2005) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) observaram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos. Já Gugler e Yurtuglu (2003) e Harada e Nguyen (2006) encontraram evidências de que o tamanho da empresa está negativamente associado com o pagamento de dividendos. Para isolar a influência do tamanho da empresa sobre o seu índice de *payout* de dividendos, adicionou-se ao modelo como variável de controle a transformação logarítmica do ativo total ($\ln AT$).

Jensen *et al.* (1992), Fama e French (2001), Mitton (2004), Harada e Nguyen (2006) e Denis e Osobov (2008) encontraram evidências de que a rentabilidade afeta positivamente o pagamento de dividendos. No presente estudo, utilizou-se o Retorno Sobre o Investimento (ROI) para mensurar a rentabilidade das empresas. Segundo Assaf Neto (2012), 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). Esta variável de controle foi calculada utilizando valores médios com base na fórmula representada pela equação (5).

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

Outra variável utilizada como controle é alavancagem financeira. A contração de dívidas reduz os fundos de caixa livre (AGHION; BOLTON, 1992). Dessa forma, o aumento da dívida entre muitos credores reduz o incentivo para os gestores desviarem os fluxos de caixa para seu próprio benefício (BOLTON; SCHARFSTEIN, 1996). Essas evidências empíricas sugerem, portanto, que a alavancagem financeira influencia negativamente o pagamento de dividendos (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), Harada e Nguyen (2006).

A variável alavancagem financeira foi calculada utilizando valores médios com base na fórmula representada na equação (6).

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

A reconciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos pode ser realizada por meio de mecanismos de governança corporativa (GC). 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 destes utilizarem o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004).

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. No presente estudo, utilizou-se 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. Kowalewski, Stetsyuk e Talavera (2007), Adjaoud e Ben- Amar (2010), Moreiras, Filho e Garcia (2012) e Yarram (2015) encontraram evidências de uma relação positiva entre melhores práticas de governança corporativa e pagamento de dividendos. Dessa forma, a variável governança corporativa foi inserida no modelo para controlar a influência de melhores práticas de governança corporativa sobre o índice de *payout*.

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).

Portanto, o setor no qual a empresa está inserida pode influenciar a variável dependente, logo, deve ser controlado. Desse modo, adicionou-se ao modelo a variável setor como variável de controle. As empresas da amostra desta pesquisa foram classificadas entre seis setores de atividade econômica, sendo eles: Bebidas e Alimentos; Comércio; Energia Elétrica; Indústria; Serviços e Telecomunicações. O setor de energia elétrica foi usado como base de comparação.

Assim como realizado por Harada e Nguyen (2006), 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. O ano de 2000 foi usado como base de comparação.

A fim de avaliar a robustez dos resultados, foram realizadas estimações para especificações alternativas. Na especificação I, foram utilizadas todas as variáveis que compõem o modelo descrito acima. Na especificação II, foi excluída a variável de interesse fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE). Na especificação III, foi excluída a variável de interesse excesso de direitos de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (EDV). Na especificação IV, foram excluídas as *dummies* de setores e a variável de interesse excesso de direitos de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (EDV). Na especificação V, foram excluídas apenas as *dummies* de setores.

3. Análise dos resultados

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 conseqüentemente efeitos não confiáveis na eficiência dos estimadores (TUKEY, 1960). 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) e Silveira e Bellato (2006). As variáveis índice de *payout* e alavancagem financeira foram *winsorizadas* usando o limite superior de 99%, enquanto as variáveis fluxo de caixa livre para os acionistas, rentabilidade e taxa média de crescimento das vendas foram *winsorizadas* usando o limite inferior de 1% e o limite superior de 99%, assim todos os valores que estavam fora desse intervalo foram substituídos pelos limites superior ou inferior, respectivamente.

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 será 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 2 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 na seção anterior foi estimado utilizando diferentes especificações pelo método Tobit em painel com efeitos aleatórios².

Tabela 2 – Teste *Breusch-Pagan*

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

A Tabela 3 apresenta os resultados das estimações do modelo utilizando diferentes especificações. Conforme discutido anteriormente, a disparidade entre o direito a voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista pode acentuar os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, pois o acionista controlador têm discricão 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 diferença entre o direito a voto e o direito 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 3, 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 foi inserida. Esses resultados rejeitam H_1 e mostram indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. 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.

² Vale ressaltar que todas as estimações e os testes realizados com dados em painel no presente trabalho foram feitas no STATA®, versão 12.

Tabela 3 – 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	0,105 (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	3.420	3.897	3.450	3.450	3.420

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.

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). Sendo assim, a fim de minimizar os conflitos de agência entre acionistas controladores 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 usarem esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000). No entanto, de acordo com os resultados da especificação I na Tabela 3, a variável fluxo de caixa livre para os acionistas não é estatisticamente significativa. Esse resultado rejeita H_1 , sugerindo que as empresas brasileiras de capital aberto não distribuem dividendos aos acionistas com o objetivo de reduzir os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

No entanto, nas especificações III, IV e V, a variável de interesse 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 controladores e minoritários, pois é observada uma relação positiva entre as variáveis FCFE e índice de *payout*. No entanto, apesar da variável FCFE ser estatisticamente significativa nas especificações III, IV e V, nota-se, por meio dos efeitos marginais, 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 confirma a rejeição de H_2 e sugere indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo para minimizar conflitos de Agência entre os acionistas controladores e 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. Poucos estudos consideraram a variável fluxo de caixa livre aos acionistas como *proxy* para conflitos de agência.

Em relação às variáveis de controle, estas foram estatisticamente significantes, com exceção da variável governança corporativa e das *dummies* setoriais, em todas as especificações e apresentaram sinais de acordo com o sentido sugerido pela literatura. Além das *dummies* setoriais não serem estatisticamente significantes nas especificações I, II e III, é possível observar na Tabela 3, por meio da comparação da especificação I com a especificação V, que a exclusão das *dummies* setoriais do modelo manteve os valores dos parâmetros das demais variáveis praticamente inalterados. Desse modo, esses resultados sugerem que o setor no qual a empresa atua não interfere na sua política de dividendos. Esta evidência também foi observada por Hahn et al. (2010).

Nota-se na Tabela 3, que a variável governança corporativa não foi estatisticamente significativa nas especificações I, II e III, nas quais ela foi inserida. Esse resultado não corrobora com evidências encontradas em outros estudos. A ausência de significância estatística da variável governança corporativa mostra indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto com melhores práticas de governança corporativa não oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. 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. Assim, a ausência de significância estatística da variável governança corporativa sugere que o fraco *enforcement* das leis brasileiras não garante proteção aos acionistas.

Observa-se na Tabela 3 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 muito próxima. Evidências de uma relação negativa entre a distribuição de dividendos e as oportunidades de crescimento da empresa também foram encontradas por Lloyd et al. (1985), Jensen et al. (1992), Fama e French (2001) e Adjaoud e Bem-Amar (2010).

De acordo com a Tabela 3, 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 a distribuição de dividendos também foram encontradas por Lloyd et al. (1985), Vogt (1994), Holder et al. (1998), Fama e French (2001), Srour (2005) e Adjaoud e Ben-Amar (2010).

A Tabela 3 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 a distribuição de dividendos também foram encontradas por Jensen et al. (1992), Fama e French (2001), Mitton (2004), Harada e Nguyen (2006) e Denis e Osobov (2008).

Observa-se ainda na Tabela 3 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), Srour (2005), Harada e Nguyen (2006) também encontraram evidências de uma relação negativa entre alavancagem financeira e a distribuição de dividendos.

Assim como realizado por Harada e Nguyen (2006), Adjaoud e Ben-Amar (2010) foram incluídas *dummies* anuais no modelo 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. A base de comparação foi o ano de 2000. Nota-se, pela Tabela 3, 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, mas sempre que essa 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 2000. Essa diferença 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 controladores e minoritários. Esses resultados são considerados robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção da variável governança corporativa e das *dummies* de setores, são estatisticamente significantes e apresentam relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Desse modo, os resultados também mostraram que o índice de *payout* é relacionado positivamente com o tamanho e a rentabilidade da empresa, mas é negativamente relacionado com alavancagem financeira as oportunidades de crescimento da firma.

Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Para atingir tal objetivo, foram realizados testes econométricos para um

modelo construído por variáveis de controle justificadas pela literatura (possíveis determinantes da política de pagamento de dividendos) e duas variáveis *proxies* para conflitos de agência: excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e fluxo de caixa livre para os acionistas. As estimações foram realizadas utilizando o método Tobit em painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA referentes ao período de 2000 a 2013.

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, observou-se que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. Esses resultados são considerados robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção da variável governança corporativa e das *dummies* de setores, são estatisticamente significantes e apresentam relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Assim, os resultados também mostraram que o índice de *payout* é relacionado positivamente com o tamanho e a rentabilidade da empresa, mas é negativamente relacionado com alavancagem financeira as oportunidades de crescimento da firma.

Estudos futuros poderiam utilizar a variável concentração acionária indireta como *proxy* para conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Também seria relevante investigar a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores utilizando a variável 'excesso de valor da empresa' (estimado como a razão entre o valor real da empresa e seu valor imputado) como variável dependente.

Referências Bibliográficas

- 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.
- 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.
- ASSAF NETO, A.. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo. Atlas, 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.
- 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
- 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.
- 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.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. **Policy Research paper 2088**. World Bank, Washington DC, 1999.
- 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.
- 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.
- 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.
- GITMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira. 7. Ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- 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; NGUYES, 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. 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. 4ª Edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2009.
- 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, 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. **Quarterly Journal of Business and Economics**. Lincoln, Summer 1985.
- 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.
- LOSS, L.; NETO, A. S. 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging market. **Emerging Markets Review**, v. 5, p. 1031-1051, 2004.
- MOREIRAS, L. M. F.; FILHO, E. T.; 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.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and Market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988
- 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.
- 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.
- ROSS, S. A. et al. *Administração Financeira*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- 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.
- 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.; 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
- SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia – RBE**, v. 59, n. 4, p. 635-674, out./dez. 2005.
- 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.
- 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.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, Massachusetts, 2002. (a)
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory Econometrics*. Pioneira Thompson Learning, 20ª ed., 2002. (b)
- 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.