

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA**

**VICTOR HUGO TEODORO FERREIRA DE SOUSA**

**ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS COMO REDUTORES DOS CONFLITOS DE  
AGÊNCIA: UM ESTUDO SOBRE COMPANHIAS LISTADAS NA B3**

**UBERLÂNDIA**

**2019**

VICTOR HUGO TEODORO FERREIRA DE SOUSA

**ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS COMO REDUTORES DOS CONFLITOS DE  
AGÊNCIA: UM ESTUDO SOBRE COMPANHIAS LISTADAS NA B3**

Apresentação da dissertação apresentada ao Programa de  
Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios da  
Universidade Federal de Uberlândia

Área de Concentração: Finanças e Controladoria

Orientador: Antônio Sergio Torres Penedo

Co-Orientador: Vinicius Silva Pereira

**UBERLÂNDIA**

**2019**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

S725e  
2019      Sousa, Victor Hugo Teodoro Ferreira de, 1989-  
Estratégias corporativas como redutores dos conflitos de agência  
[recurso eletrônico] : um estudo sobre companhias listadas na B3 /  
Victor Hugo Teodoro Ferreira de Sousa. - 2019.

Orientador: Antônio Sergio Torres Penedo.

Coorientador: Vinicius Silva Pereira

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Programa de Pós-Graduação em Administração.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.di.2019.926>

Inclui bibliografia.

Inclui ilustrações.

1. Administração. 2. Dividendos. 3. Salários. 4. Mercado de capitais  
- Beasil. I. Penedo, Antônio Sergio Torres, 1979-, (Orient.) II. Pereira ,  
Vinicius Silva, 1982-, (Orient.). III. Universidade Federal de Uberlândia.  
Programa de Pós-Graduação em Administração. IV. Título.

---

CDU: 330

VICTOR HUGO TEODORO FERREIRA DE SOUSA

**ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS COMO REDUTORES DOS CONFLITOS DE  
AGÊNCIA: UM ESTUDO SOBRE COMPANHIAS LISTADAS NA B3**

Apresentação da dissertação apresentada ao Programa de  
Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios da  
Universidade Federal de Uberlândia

Área de Concentração: Finanças e Controladoria

Uberlândia, 14 de fevereiro de 2019

---

Antônio Sergio Torres Penedo

---

Flavio Luiz de Moraes Barboza

---

Pedro Henrique Melo Albuquerque

## **LISTA DE QUADROS**

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1 -Teorias dos Dividendos .....                | 15 |
| Quadro 2: Descrição das Variáveis do Capítulo 1 ..... | 27 |
| Quadro 3: Descrição das Variáveis do Capítulo 2 ..... | 44 |
| Quadro 4: Síntese dos Resultados .....                | 53 |

## LISTA DE TABELAS

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis do Capítulo 1 ..... | 30 |
| Tabela 2: Política de Dividendos X Concentração (CC1) .....        | 31 |
| Tabela 3: Política de Dividendos X Concentração (CC5) .....        | 33 |
| Tabela 4: Política de Dividendos X Concentração (ICP) .....        | 34 |
| Tabela 5: Estatística Descritiva das Variáveis do Capítulo 2 ..... | 45 |
| Tabela 6: Correlação das Variáveis .....                           | 46 |
| Tabela 7: Resultados das Estimativas de Regressão.....             | 47 |

## RESUMO

Os conflitos gerados dentro das companhias decorrentes das relações de agências importam em custos a estas. No Brasil, esses problemas decorrem de duas formas diferentes: (1) Acionistas Majoritários x Acionistas Minoritários e (2) Gestores x Proprietários. Neste Sentido, visto as peculiaridades das empresas e o mercado brasileiros, essa dissertação busca investigar políticas estratégicas que visam mitigar tais custos. O Primeiro artigo teve o intuito, mediante este contexto, examinar a relação entre os pagamentos dos proventos e a concentração de propriedade e controle. Além disso, verificar se a identidade e o país de origem dos principais acionista podem influir nessa relação. A amostra compreende todas as empresas com ativos negociados na B3 no período de 2010 a 2017. As hipóteses foram testadas a partir de regressões múltiplas com dados em painel. Os resultados apontam uma relação positiva entre a distribuição de dividendos e a concentração de ações votantes do maior acionista e relação negativa com a concentração dos cinco maiores e a concentração média setorial. Ademais, foi achada uma relação positiva entre os dividendos com o segundo maior acionista quando este é um investidor institucional. Já o segundo artigo, propôs uma tática para o outro problema, como as várias maneiras utilizadas pelas companhias de capital aberto de remunerar seus gestores podem exercer uma influência no desempenho da firma. Para tal, foram utilizadas regressões Múltiplas com dados em painel. A amostra é a mesma da primeira pesquisa. Os mecanismos de remuneração foram representados pelo Salário médio; Proporção do salário variável e Remuneração baseada em ação. Para mensurar o desempenho das empresas foram usados indicadores financeiros (ROA, ROE e LPA). Os Resultados permitem afirmar que há relação entre os mecanismos usados para remunerar os gestores e os indicadores de desempenho. Além disso, ambos os tipos de incentivos afetam positivamente o desempenho, confirmando a teoria de alinhamento de interesse entre agente e principal.

**Palavras Chave:** Teoria da Agência. Políticas corporativas. Dividendos. Remuneração.

## ABSTRACT

The conflicts generated within the companies resulting from agency relations matter in costs to these. In Brazil, these problems arise in two different ways: (1) Major Shareholders x Minority Shareholders and (2) Owners x Executive. In this sense, considering the peculiarities of Brazilian companies and the market, this dissertation seeks to investigate strategic policies that aim to mitigate such costs. The purpose of the first article was to examine the relationship between the payments of the proceeds and the concentration of ownership and control. In addition, verify whether the identity and the country of origin of the main shareholder may influence this relationship. The sample comprises all companies with assets traded on B3 in the period from 2010 to 2017. The assumptions were tested from multiple regressions with panel data. The results indicate a positive relationship between the distribution of dividends and the concentration of voting shares of the largest shareholder and negative relation with the concentration of the cumulation five largest and the average concentration of the sector. In addition, a positive relationship was found between the dividends with the second largest shareholder when this is an institutional investor. In the second article, he proposed a tactic for the other problem, as the various ways in which public companies can remunerate their managers can influence the firm's performance. For this, multiple regressions with panel data were used. The survey sample includes active Brazilian companies that traded shares in B3 in the period between 2010 and 2017. The compensation mechanisms were represented by the Average Salary; proportion of the variable salary and Share-based Remuneration. Financial measures (ROA, ROE and LPA) were used to measure company performance. The results show that there is a relationship between the mechanisms used to remunerate managers and performance indicators. In addition, both types of incentives positively affect performance, confirming the agent-principal interest alignment theory.

**Keywords:** Agency Theory; Corporate Policies; Dividends; Compensations.



# SUMÁRIO

|                                                                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| CAPÍTULO 1: Introdução .....                                                                                           | 8  |
| 1.1 Contextualização.....                                                                                              | 8  |
| 1.2. Justificativa .....                                                                                               | 9  |
| 1.3 Objetivos.....                                                                                                     | 10 |
| 1.4 Problemas de Pesquisa.....                                                                                         | 10 |
| 1.5 Estruturas da Dissertação.....                                                                                     | 11 |
| CAPÍTULO 2: Política De Dividendos Como Redutor Dos Conflitos De Agência Entre Majoritários E Minoritários. ....       | 12 |
| 2.1 Introdução .....                                                                                                   | 12 |
| 2.2 Revisão da Literatura e Construção Das Hipóteses .....                                                             | 15 |
| 2.2.1 Políticas de dividendos .....                                                                                    | 15 |
| 2.2.2 Teoria da Agência.....                                                                                           | 20 |
| 2.2.3. Política de Dividendos e Estrutura de Propriedade e Controle.....                                               | 21 |
| 2.3 Procedimentos Metodológicos.....                                                                                   | 24 |
| 2.4 Análises dos Resultados .....                                                                                      | 28 |
| 2.5 Considerações finais .....                                                                                         | 35 |
| CAPÍTULO 3: Incentivos Financeiros na Remuneração Como Redutor Dos Conflitos De Entre os Proprietários e Gestores..... | 37 |
| 3.1 Introdução .....                                                                                                   | 37 |
| 3.2 Revisões da Literatura e Construção Das Hipóteses .....                                                            | 38 |
| 3.3. Procedimentos Metodológicos.....                                                                                  | 42 |
| 3.4. Análise dos resultados. ....                                                                                      | 45 |
| 3.5 Considerações Finais .....                                                                                         | 49 |
| CAPÍTULO 4: Consideração Finais.....                                                                                   | 50 |
| REFERÊNCIAS. ....                                                                                                      | 54 |

# **CAPÍTULO 1: Introdução**

## **1.1 Contextualização**

O cenário econômico mundial está em constante desenvolvimento. Este panorama faz com que, cada vez mais, difunda a separação entre o controle e propriedade das companhias, em face de uma adaptação á competitividade do mercado. Todavia, este modelo de gestão acarreta em um conflito entre os vários agentes envolvidos com a empresa.

Apesar de já existirem alguns estudos anteriores que de alguma forma remetiam ao tema, como Berle e Means (1932) e Coase (1937), foi o artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) que institui a Teoria da Agência. Segundo os autores da teoria, uma vez que gestores e proprietários possuem interesses diferentes, as relações organizacionais acabam por gerar custos as empresas.

Para Jensen e Meckling (1976), a relação de agência consiste em um conjunto de contratos, formal e informal, firmado entre principal (Proprietário) e agente (Gestores), no qual, o primeiro delega o poder de decisão ao segundo referente às ações das empresas, em troca de uma compensação financeira.

No entanto, Lambert (2006), lista uma série de razões para que os interesses entre as duas partes seja divergente, como: (1) Poder de diversificação do risco, o que gera maior aversão por parte dos agentes; (2) acesso as informações da firma e do mercado; e (3) diferente percepção dos horizontes temporais.

Para alinhar os interesses, uma das maneiras mais comum seria a recompensa financeira. Como o monitoramento da administração da empresa pelos diretores provoca um dispêndio para as empresas, atrelar a remuneração dos gestores aos resultados da firma pode ser um modo de reduzir este problema (EISENHARDT, 1989; PEPPER; GORE, 2015).

Paralelamente, outro conflito recorrente é entre os acionistas minoritários e majoritários. Estas divergências decorrentes da entrada da empresa no mercado de capital. Para atrair investidores, as companhias precisam passar confiança, ainda mais em se tratando de pequenos acionistas, o que torna indispensável práticas corporativas que protejam esses acionistas.

Rozeff (1982) e Jensen (1986), explicam que as distribuições de dividendos são eficientes instrumentos para mitigar esses conflitos. Ao pagar proventos aos acionistas, a

empresa reduz o nível de fluxo de caixa livre, impossibilitando o mau uso de recursos. Além disso, os dividendos juntamente com a valorização das ações são as remunerações dos investidores, o pagamento regular reflete uma retribuição mais segura aos recursos utilizados que um ganho de capital futuro.

Nos estudos de finanças corporativas, a teoria da agência tem sido relacionada com várias outras teorias, tal como, governança corporativa, remuneração dos agentes políticas, decisão de alocação de recursos, incentivos financeiros ou não financeiros, risco moral, estrutura organizacional e controle. No Brasil, identificou-se que os estudos sobre o tema são incipientes com uma rede de poucos autores e poucas relações entre eles (OLIVEIRA NETO; MOREIRA; BARBOSA NETO, 2017).

## **1.2. Justificativa**

O levantamento das informações sobre a relação entre os dividendos e a estrutura de propriedade ajuda a compreensão da importância da governança corporativa e fortalece a atração para a entrada de recursos externo nas empresas nacionais.

Para Carnier (2005), após alcançar a estabilidade monetária em 1994, e uma mudança na tributação em relação a alguns aspectos financeiros em 1995, esses novos elementos favoreceram o pagamento de proventos em dinheiro. Com isso, o mercado brasileiro aumenta o volume de distribuição e consequentemente fornece dados mais concretos para novos estudos sobre o assunto.

Como as empresas nacionais são caracterizadas por uma grande concentração de propriedade e controle e ainda muitas delas são de origem familiar, os conflitos entre os gestores, majoritários e minoritários se mostram prejudicial para todos os lados. Ademais, a falta de alinhamento entre os atores que envolvem as companhias, também não colabora para desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (BEZERRA et al., 2015; CRISÓSTOMO; RIBEIRO, 2015).

Por outro lado, relação entre gestores e proprietários influi bastante na tomada de decisões das firmas, uma vez que, em regra possuem perspectivas diferentes. Para alinhar os interesses entre agente e principal, atrelar sua remuneração ao desempenho financeiro, é fundamental para desenvolvimento das companhias (EISENHARDT, 1989).

Este estudo visa prover informações que sejam relevantes para contribuir com o debate entre política de dividendos/remuneração dos executivos e problemas de agência. Mesmo que

a literatura nacional tenha propiciado alguns estudos, esta investigação abordará tantos os conflitos entre gestores e acionistas como as divergências existentes entre os acionistas majoritários com os minoritários.

Neste sentido, a importância desta pesquisa está no fato de tentar contribuir para as empresas, como as práticas de governança corporativa, podem usar o mercado e os instrumentos financeiros para atingir seus objetivos estratégicos. Em especial, a distribuição dos lucros e formas de remuneração dos diretores podem reduzir custos gerados por conflitos de agência.

Pelo lado dos investidores, busca fornecer melhores informações sobre a relação comportamento das firmas e sua performance dentro do mercado financeiro, para auxiliá-los na alocação de seus recursos.

### **1.3 Objetivos**

O mercado de capitais brasileiros tem como características, empresas com alta concentração de propriedade e controle, de cunho familiar e estruturas piramidais. Além disso, apresenta fraca proteção legal; permite desmembrar as ações em diversas classes e não tributa os dividendos. Neste aspecto, o aprimoramento da governança corporativa se torna cada vez mais, uma necessidade para a prosperidade das firmas (VERNER, SANTOS E POSTALI, 2013).

O principal objetivo desse trabalho é averiguar como se dá e quais as estratégias as companhias brasileiras tem utilizados para tentar reduzir os custos de agências. Segmentando em duas etapas, a primeira consiste na investigação do conflito entre majoritários e minoritários e a segunda analisa a relação entre principal e agente.

### **1.4 Problemas de Pesquisa**

O Mercado de Capitais brasileiro possui várias peculiaridades em relação a mercados de outros países. Com isso, o conflito de agência presente dentro das companhias brasileiras tenha suas particularidades. Desta forma, buscando averiguar um pouco mais os debates sobre estes conflitos, esta dissertação procura responder as seguintes questões:

Existe relação entre a distribuição de dividendos e a estrutura de propriedade da empresa. Essa relação ainda está pautada na identidade e no país de origem do acionista controlador?

Existe relação entre os mecanismos de remuneração usados pelas empresas e seu desempenho financeiro?

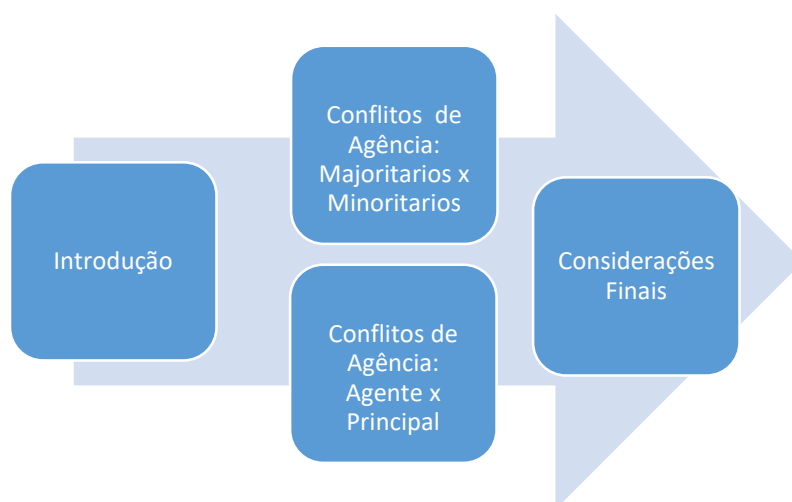
## 1.5 Estruturas da Dissertação

Esta dissertação está organizada da seguinte forma:

- O primeiro capítulo fará uma contextualização do tema e também vai apresentar a justificativa do trabalho juntamente com os objetivos e a hipóteses.
- O capítulo 2 analisa os problemas de agências entre majoritários e minoritários e investiga se a política de dividendos é capaz de mitigar tais conflitos.
- O capítulo 3 analisa os problemas de agências entre gestores e proprietários investiga se os mecanismos de remuneração são capazes de mitigar tais conflitos.
- Por fim, o último capítulo visa concluir os resultados obtidos pelas pesquisas feitas nos capítulos anteriores.

A figura 1, abaixo, ilustra essa estrutura.

Figura 1- Estrutura da Dissertação



Fonte Elaboração própria

## **CAPÍTULO 2: Política De Dividendos Como Redutor Dos Conflitos De Agência Entre Majoritários E Minoritários.**

### **2.1 Introdução**

As decisões sobre distribuição de dividendos são um dos componentes fundamentais da estratégia das organizações e foram vistas como uma questão de interesse na literatura financeira. Segundo Denis e Stepanyan (2009), o pagamento de dividendos que é uma das recompensas aos investidores, é determinado por fatores que dependem das características das firmas e peculiaridades do mercado ao qual a empresa está inserida.

Para Smith (2009), na teoria, a distribuição de dividendos se dá por meio dos resíduos do fluxo de caixa livre após feitos todos os investimentos da firma. Entretanto, autores como Grossman e Hart (1980), Easterbrook (1984) e Jensen (1986) pressupõem, que algumas empresas paguem proventos para superar o problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle, uma vez que, o direcionamento recursos do fluxo de caixa não é consenso entre os acionista e gestores.

Em grandes corporações, a maioria dos investidores não têm capacidade ou incentivo para monitorar e controlar todas as atividades gerenciais, e acabam sendo reféns das decisões dos gestores. Neste aspecto, a forma como a empresa está estruturada, tende a suggestionar o planejamento da política de dividendos da firma (MUKHERJEE, 2009).

A Teoria da Agência de Jensen e Meckilng (1976), já demonstrava que a divergência de interesse entre os agentes gerava custos as companhias. Esses conflitos que são gerados tanto entre acionistas e gestores, como também entre acionistas majoritários e minoritários, tem sua raiz na assimetria de informação e na destinação do fluxo de caixa livre, tornando a distribuição de dividendos um mecanismo capaz de reduzir estes custos (WATTS, 1973; BHATTACHARYA,1979; EASTERBROOK, 1984; LIN, et al.,2017).

Segundo Kouki e Guizani (2009), os diretores detêm todas as informações das empresas e nem sempre as repassam em sua plenitude para os acionistas. Há também uma diferença na qualidade da informação que chega a cada classe de acionista. Neste sentido, a estrutura de propriedade e controle da firma é decisiva para um melhor monitoramento dos gestores pelos acionistas.

A Estrutura de Propriedade corresponde à distribuição de ações entre acionistas. Diversos autores argumentam que, dependendo de como a posse dos ativos se aglutinam, maior será a necessidade de governança e maior o poder de dividendos sobre problemas de agência (FILBECK; MULLINEAUX, 1999; FARINHA, 2003; BARCLAY; HOLDERNESS; SHEENHAN, 2008; LEPETIT, et al., 2017).

Para os acionistas minoritários, exercer o controle sobre os gestores é praticamente impossível. Assim, sua segurança fica à deriva do regime legal existente no país. Com isso, em países com baixa proteção legal, investidores acabam procurando empresas com boas práticas de governança corporativa (LA PORTA et al., 1999).

O equacionamento dos problemas de agência em toda a sua complexidade segue como um desafio a ser vencido. De acordo com Miller e Rock (1985); Lunawat (2016) e Tsui-Jung et al. (2017) os pagamentos de dividendos servem como uma ferramenta de construção de reputação do gerente, no qual uma distribuição constante dos proventos cria forte confiabilidade dos investidores com a diretoria

La Porta et al. (2000) fizeram um estudo em vários países, e descobriram que o tipo de legislação (*Common Law* ou *Civil Law*) afeta a distribuição de proventos. Em locais onde não há um amparo da legislação os conflitos de agência são agravados. Segundo Aivazian et al. (2003), Em alguns países de mercados emergentes, o governo obriga o pagamento de dividendos para tentar suprir a falta de proteção legal dos acionistas minoritários.

No Brasil, o mercado de capitais teve o desenvolvimento lento e ainda se situa numa posição frágil ao se comparar com países europeus e norte-americanos (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; POTIN et al., 2016). Segundo Martins e Famá (2012), o país apresentou fases que particularizou a visão dos dividendos como: período de instabilidade monetária; crescimento significativo da bolsa de valores e a relevância da governança corporativa.

Em se tratando de empresas brasileiras, há ressalvas quanto a conclusões de estudos internacionais. Isso porque o país possui especificidades no tocante a política de dividendos (DECOURT; PROCIANOY, 2012). Segundo estes autores quatro fatores chamam a atenção para dividendos nos Brasil: (a) existência de dividendo mínimo obrigatório; (b) possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio; (c) grande concentração da propriedade; e (d) dividendos, numa visão fiscal, são mais vantajosos que recompra de ações.

Na América Latina, o nível de proteção dos investidores é baixo (direito civil francês) com proteção mais baixa do que os países de direito civil médio (CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007), fornecendo um estudo de caso interessante para testar não apenas a

propriedade tradicional relação de pagamento de concentração / dividendos, mas também o impacto que os grandes acionistas têm sobre essa relação.

Dentro deste contexto, este estudo tem o intuito de compreender como a estrutura de propriedades e controle das empresas brasileiras listadas na Bovespa pode afetar a decisão de distribuição dos lucros do exercício.

Para tal, utilizou o trabalho de Gonzales et al. (2017) como base, no qual, analisou os efeitos da concentração de propriedade na composição dos dividendos em alguns países da América Latina, inclusive no Brasil. O diferencial desta pesquisa situa-se nas limitações do artigo base como o incremento dos Juros sobre capital próprio como medida de pagamento de proventos, que no Brasil representa uma boa parte da divisão dos lucros.

Além disso, a medida de concentração será referente à concentração do controle baseado nas ações com direito a voto. Empresas que adotam esse mecanismo acabam separando o direito ao fluxo de caixa do direito ao voto aumentando a concentração de controle e permitindo uma maior chance de expropriar os proprietários menores (BORTOLON; LEAL, 2014).

Segundo Siffert Filho (1998), no Brasil as empresas são controladas por famílias e empresas estrangeiras. Logo, os conflitos entre os acionistas majoritários e acionistas minoritários se tornam o principal problema de agência no país.

Diante do exposto, o principal objetivo deste artigo é investigar a relação entre política de dividendos e estrutura de propriedade de empresas brasileiras de capital aberto. Quanto aos objetivos específicos são:

- a) Analisar a relação entre concentração acionária (ações com direito a voto) e o pagamento de dividendos.
- b) Analisar se a identidade dos principais acionistas influi na relação com o pagamento de dividendos.
- c) Analisar se o país de origem dos principais acionistas influi na relação com o pagamento de dividendos.

O presente capítulo se divide em cinco etapas e está estruturado nas seguintes seções: (1) introdução; (2) revisão literária e construção das hipóteses; (3) procedimentos metodológicos; (4) análise dos resultados; e as (5) considerações finais.



## 2.2 Revisão da Literatura e Construção Das Hipóteses

### 2.2.1 Políticas de dividendos

As decisões corporativas dos gestores financeiros se dividem em duas grandes categorias: decisões de investimento e decisões de financiamento. A política de dividendos se refere ao quanto do lucro obtido no exercício será reinvestido em projetos da empresa e o quanto será distribuído aos acionistas, ou seja, permeia-se entre as duas decisões (BAKER, 2009).

Desde o artigo seminal de Miller e Modigliani (1961), no qual, os autores argumentam que a Políticas de Dividendos era irrelevante para o valor da empresa, dado um cenário de mercado perfeito, os dividendos têm sido bastante pesquisado e debatido. Para Baker e Weigand (2015) o fator mais importante da teoria da irrelevância é que, como a maioria dos autores consideram várias fricções no mercado, nos últimos cinquenta anos ela tem servido com a hipótese nula para a maioria dos estudos de dividendos.

Anteriormente, Lintner (1956) e Gordon (1959) já davam importância de como se distribuem os lucros. De acordo com estes autores, dado que o objetivo principal dos diretores é a maximização do valor da empresa. Assim, como os dividendos refletem os preços das ações, os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos o que faz com que a série histórica seja suavizada.

Baker e Weigand (2015) relatam que no decorrer dos anos foram estudadas as fricções do mercado e outros fatores que afetam os pagamentos dos dividendos, o que culminou na formulação de várias teorias. No quadro abaixo sintetiza-se estas teorias e suas implicações na política de dividendos.

Quadro 1 -Teorias dos Dividendos

| Teoria         | Descrição                                                                                                                                                                       | Implicações                                                                                                  | Autores |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| Pássaro na Mão | Uma analogia referente à preferência do investidor. Segundo esta teoria os acionistas preferem ter a garantia em receber os dividendos no presente (um pássaro na Mão) do que a | As empresas devem pagar dividendos para agradar os acionistas e não somente focar na maximização da empresa. | 1       |

|                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                       |
|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
|                                        | incerteza de ganhos substancialmente maiores no futuro com o aumento do valor da empresa (vários pássaros voando)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                       |
| Tributação e o Efeito Clientela        | Os dividendos são umas das recompensas pelo investimento feito pelo acionista. Neste sentido, As empresas devem identificar as preferências de seus clientes que geralmente se diferem de acordo com sua região, idade, classe social, comportamento entre outros. A tributação é um típico clássico de preferência. A depender da legislação de cada país e da faixa de imposto que se encontro o acionista a companhia estabelece o quanto pagar. | A tributação é um critério diferente em cada país e está sujeita a mudanças o tempo todo. os investidores que estão situados em uma faixa de tributação de pessoa física mais elevada, preferem ações que pagam menos dividendos. Isso se deve ao fato do desconto empregado pelos investidores no valor da ação em função do diferencial de alíquota de imposto de renda incidente mais pesadamente sobre os dividendos em relação aos ganhos das ações | 2<br>3, 4, 5,<br>6, 7, 8 e 9          |
| Assimetria de informação e Sinalização | Os investidores( principalmente os minoritários) não possuem todas as informações das firmas, o que os deixa em uma posição desfavorável em relação aos gestores.Com isso, o anúncio de como proceder com o fluxo de caixa livre, é utilizado como uma sinalização ao mercado sobre o futuro da firma                                                                                                                                               | O anúncio na mudança de dividendos (início, fim, acréscimo, decréscimo ou extra), leva ao mercado uma informação da empresa, O aumento pode ser interpretado pelos investidores que a firma está tendo lucro e esses pagamentos podem atraí-los. Por outro lado, pode demonstrar que a empresa não tem projetos para investir o que significaria uma informação negativa.                                                                                | 1<br>0, 11, 12,<br>13, 14, 15<br>e 16 |
| Teoria da Agência                      | A abordagem de uma teoria sobre o custo causado pelo conflito entre os agentes das companhias, onde um agente (Proprietário da firma) contrata e delega a função de                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Os dividendos são utilizados para alinhar estes interesses entre gestores e os diversos tipos de acionistas. Ao receberem pagamento de dividendos regulares, os acionistas não se sentem expropriados e                                                                                                                                                                                                                                                  | 17, 18,<br>19, 20,<br>21, 22 e<br>23  |

|                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                               |             |
|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
|                             | gestão a outro agente (executivos). A separação entre propriedade e controle causa um choque de interesse, uma vez que a maximização de suas utilidades pessoais, na grande maioria das vezes são diferente.                                                                                                                 | pressupõe que a empresa vai bem financeiramente.                                                                                                                                                                                                                              |             |
| Explicações Comportamentais | Assim como outros fatores comportamentais, os investidores preferem dividendos por razões psicológicas. Aspectos relativos ao autocontrole, contabilidade mental, edição hedônica, e arrependimento, bem como sobre o impacto da idade, renda e status de aposentadoria são importantes para a decisão dos diretores.        | O dividendos como uma forma de recompensa ao investimento, também tem que ser analisado pela ótica dos acionistas e que estes têm preferências heterogêneas. Assim, dependendo da composição da carteira pode haver reações mais fortes às mudanças nos níveis de dividendos. | 24 e 25     |
| Ciclo de vida da Firma      | De acordo com a Teoria do ciclo de vida da Firma dividendos, a capacidade de uma empresa gerar dinheiro supera sua capacidade de encontrar oportunidades de investimento rentáveis à medida que amadurece. Com isso, uma empresa deve eventualmente distribuir qualquer fluxo de caixa livre aos acionistas como dividendos. | Quanto mais maduras, mais dividendos as empresas distribuem. Uma vez que, apresentam uma maior rentabilidade juntamente com poucas oportunidades de crescimento diminuem e seus                                                                                               | 26, 27, 28  |
| Catering teoria             | Também conhecida como teoria da restauração, apresenta um modelo em que                                                                                                                                                                                                                                                      | A teoria da restauração sublinha a importância de sentimento de confiança nas                                                                                                                                                                                                 | 29, 30 e 31 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | os investidores classificam as empresas em pagadoras e não pagadoras de dividendos, no qual, cada um tem sua preferência. | decisões sobre políticas de dividendos. Os gerentes atendem a demanda dos investidores pagando dividendos quando os investidores preferem empresas que pagam dividendos e<br>ao não pagar dividendos (ou reduzir o dividendo) quando os investidores preferem não-empresas que pagam dividendos. O prêmio ao dividendo capta a avaliação relativa do mercado dos pagadores de dividendos versus não pagos. |  |
| <p>Nota: (1)Gordon (1963); (2)Elton e Gruber (1970); (3)Procianny e Verdi (2003); (4) Santoro e Wei (2012) (5)Becker, Jacob e Jacob (2013); (6) Holanda e Coelho (2012) ; (7)Hodgkinson e Partington (2013); (8) Mishra e Ratti (2013);(9) Badenhorst (2017); (10) Watts (1973); (11)Battacharya (1979); (12)Miller e Rock (1985);(13) DeAngelo e DeAngelo (2007); (14) De Pietro Neto, Decourt e Galli (2011) (15) Andriosopoulos e Lasfer (2015); (16) Michayluka, Neuhauserb e Walker (2017); (17)Jensen e Meckling (1976); (18)Easterbrook (1978); (19) Jensen (1986) (20)Nohel e Tarhan (1998); (21)Carvalho –da- Silva e Leal (2004); (22) Saito e Padilha (2015); (23) Firth <i>et al</i>( 2016); (24) Shefrin (2009), (25) Wurgler , Baker e Mendel (2015); (26) Muller (1972); (27)Bulan e Subraminian (2009); (28) Desai e Nguyen (2015); (29)Baker e Wurgler (2004); (30)Roij e Renneboog (2009); (31)Wang et al. (2016).</p> |                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |  |

Fonte - Elaboração própria

Para Frankfurter e Wood (2002) uma característica marcante dessas pesquisas na literatura, é que os resultados estão longe de ser unânimes quanto ao qual teoria explicaria melhor o pagamento do dividendo frente às imperfeições do mercado. Mesmo que nenhuma teoria ou explicações de dividendos foi inequivocamente verificada, ainda não houve um consenso sobre esse *tradeoff*.

Segundo Smith (2009), como o objetivo principal dos gestores é maximizar o valor da empresa, os proventos pagos aos acionistas é a parte do fluxo de caixa livre, que sobrar após se esgotar toda as oportunidades de investimentos da firma. Apesar de fortes argumentos a favor de uma política residual de dividendos em dinheiro como meio de otimize a eficiência do uso de recursos corporativos, a maioria das empresas não segue esta estratégia.

Tendo em vista que cada companhia apresenta suas peculiaridades e que o ambiente em que operam pode interferir em suas estratégias corporativas, a literatura financeira vem estudando como e o que pode afetar o pagamento de dividendos.

Vários estudos buscaram examinar como os dividendos são determinados. Os resultados mostram que a definição do quanto será distribuído do lucro líquido está associado a várias características das empresas, como tamanho, rentabilidade, oportunidades de crescimento, maturidade da firma, alavancagem e composição acionária (FAMA; FRENCH, 2001; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; DENIS; OSOBOV, 2008; HAMILL; AL-SHATTARAT, 2012; KUO et al., 2013).

Denis e Stepanyan (2009) observam que a academia tem apontado que aspectos macroeconômicos também influenciam a política de dividendos. Assim, o mercado no qual a empresa está inserida apresenta fatores fundamentais como: Tributação dos ativos; Proteção legal dos investidores (LA PORTA et al., 2000); preferência dos investidores (BAKER; WUGLER, 2004); o modo como as ações são negociadas (MICKAELY; ROBERT, 2006) e concorrência dos produtos no mercado (MICKAELY; ROBERT, 2006; HOBERG et al., 2014).

Outro fator que vale ressaltar é a Recompra de Ações. Segundo Kalay e Lemmon (2008) e Floyd, Li e Skinner (2015), nem sempre os dividendos são o único canal de distribuição dos lucros. Muitas empresas utilizam a tática de recomprar ações ao até mesmo combinar recompras e pagamento de dividendos. Para Renneboog e Trojanowski (2011) essas formas alternativas de compensar o investidor fazem parte da estratégia da firma e está ligado aos fatores financeiros.

Por fim, Gryglewicz (2011) e Leary e Michaely (2011) dizem que o melhor método seria a suavização dos dividendos (*Dividend Smoothing*) ao longo do tempo. Essas práticas são adotadas por empresas, que prezam por uma regularidade na sua distribuição de lucros e tem o intuito demonstrar para os investidores uma estabilidade da firma quanto aos retornos de suas ações (JAVAKHADZE et al., 2014).

Em suma, existem diversas variáveis que podem afetar a decisão dos dividendos. De acordo com Dos Santos e Galvão (2015), a ausência de consenso nos estudos sobre os determinantes dos dividendos, se deve ao fato de uma mudança nas companhias em um horizonte temporal e regional e também levando em consideração a perspectiva e preferência de gestores e acionistas.

### 2.2.2 Teoria da Agência

A Teoria da Agência é um arcabouço fundamental para muitos pressupostos nas finanças corporativas. É um conceito que descreve a complexa situação em que os gerentes estão lidando com os ativos dos acionistas. Os custos da agência podem surgir através de assimetrias de informações com conflitos de interesse. Quando existem assimetrias de informação, o empecilho situa-se na suspeita de que os gerentes não direcionam o investimento numa perspectiva de interesse dos acionistas.

Com a pulverização do capital, a gestão da empresa passa a ser exercida por executivos não proprietários, ou seja, à medida que as empresas se desenvolvem no mercado, é comum haver a separação entre propriedade e controle. Neste contexto, em meio ao ambiente onde pode haver expropriação entre os *stakeholders*, como proceder com o fluxo de caixa livre, gera um conflito entre acionistas e gestores (EISENHARDT, 1989).

Para Krauter (2013), essa divergência acontece em função de que estas partes agem em conformidade com a maximização de suas utilidades pessoais. Assim, na maioria das vezes existe uma incompatibilidade de interesse entre os agentes. Conforme Eisenhardt (1989) enquanto o agente se mostra avesso ao risco por não poder diversificá-lo (está preso aos contratos), esse fator não é visto no principal, que conseguem diversificar seus investimentos.

De acordo com Easterbrook (1984) e Bebchuk e Fried (2003), uma vez que os gerentes não recebem qualquer ganho/incentivo residual sobre a performance da empresa, há um grande risco de desvio entre o interesse dos gerentes e o dos investidores. O risco de que os gerentes atuem em seu próprio interesse em vez de maximizar a riqueza dos acionistas geralmente incorrem em custos para a firma.

Outra divergência encontrada dentro das companhias são os conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, que ocorrem principalmente nas empresas com participação concentrada. Quando um ou poucos acionistas possuem a maioria das ações com direito a voto, as decisões das empresas acabam indo ao encontro com preferências dos majoritários (CARVAHAL-DA-SILVA; LEAL, 2004)

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que, se os acionistas controladores detêm controle quase total das empresas, eles podem tomar decisões com base em seus interesses. No entanto, esses interesses nem sempre são congruentes com os de outros acionistas. Os proprietários controladores podem tomar decisões que mantenham os recursos das empresas

para si próprios através de transações com partes relacionadas ou investindo em empresas afiliadas. Portanto, esses comportamentos podem reduzir os valores das empresas também para os controladores, o que significa que os benefícios podem ser extraídos das empresas em detrimento dos acionistas minoritários.

Ferreira e Matos (2008) explicam que com a separação entre controle e propriedade, das companhias acabam por incorrer a custos para a empresa. Os conflitos entre os diversos *stakeholders* são devidos às despesas com monitoramento associada a um ambiente de desconfiança entre eles. Neste sentido a governança corporativa se torna cada vez mais importante dentro das organizações.

### **2.2.3. Política de Dividendos e Estrutura de Propriedade e Controle**

Os modelos de agência em dividendos podem ser divididos em dois grupos distintos. Algumas de teorias consideram pagamentos de dividendos como uma solução do conflito da agência entre gestores e acionistas, bem como entre acionistas controladores e acionistas externos. Contrariamente a esta visão, a segunda gama de modelos de agências argumenta que as políticas de pagamento de dividendos são substitutas de problemas de governança em uma empresa (EASTBROOK, 1984; JENSEN, 1986).

Para Jain (2007), a estrutura de propriedade pode gerar conflitos de agência na medida em que cada tipo de investidor tem suas preferências quanto ao recebimento ou não de dividendos ou até mesmo terem uma inclinação para empresas que se envolvem em maiores recompras de ações.

No que tange a concentração acionária, o maior acionista tem grande incentivo para supervisionar a direção e a capacidade de impor mecanismos de governança (Efeito Substituição). Por outro lado, têm poder para extrair rendimentos e gozar dos benefícios privados do controle (Efeito Entrincheiramento), o que leva a uma expropriação dos pequenos acionistas (SHHEIFER; VISHNY, 1997; GRINSTEIN; MICHAELY, 2005).

De Cesari (2012) apoia a noção de que a política de pagamento de uma empresa é projetada para reduzir seus problemas de agência. Os resultados das pesquisas de Bohren, Josefsen e Stenn (2012) e Fairchild et al. (2014) corroboram com essa visão, ou seja, há uma relação positiva entre a distribuição dos lucros e concentração acionária.

Em Contrata partida, Khan (2006) analisou a estrutura de propriedade de 330 grandes empresas britânicas listadas, seus resultados indicaram relação negativa entre dividendos e

concentração de propriedade. Gomes Dias e Duarte Neves (2014) também confirmaram o efeito entrenchamento em países da zona do euro, em que firmas com a presença de grandes acionistas resultam em menores *payouts*.

Burkart e Panunzi (2006) explica que a proteção legal dos acionistas pode ser fundamental nessa relação. Truong e Heaney (2007) em um estudo por 37 países, concluíram que um resguardo jurídico mais forte tende a evitar a expropriação dos minoritários, o que resulta em maiores pagamentos de dividendos.

No Brasil, caracterizado como mercado emergente e de fraca proteção legal que, no entanto, possui uma legislação de distribuição obrigatória, alguns estudos indicam que a associação entre concentração acionária e os dividendos são diretos, indicando que no país empresas que o controle fica na mão de um ou poucos acionistas tendem a pagar mais proventos (DALMÁCIO; CORRAR, 2007; FONTELES et al., 2012; REYNA, 2017).

Entretanto, este estudo vai à contramão dos citados acima e acompanha os achados de Mota e Eid Junior (2007), Hahn et al. (2010) e Gonzáles et al. (2017). Assim, em um ambiente econômico com grande concentração de propriedade e excesso de benefícios privados de controle, como é o caso do mercado brasileiro, a teoria da expropriação é viável e motiva a seguinte hipótese:

**H1: Quanto maior for à concentração acionária da empresa menor será o nível de pagamento de dividendos.**

Outro fator que chama atenção na estrutura de propriedade é qual o tipo de investidor está no controle da empresa? Segundo Chung, Firth e Kim (2002) dependendo da identidade dos investidores, as decisões dos gestores podem ser monitoradas ou desprezadas pelos grandes acionistas.

Segundo Boone e White (2015) a presença de instituições melhora a governança corporativa e transparência contábil e são consistentes com a visão de que investidores institucionais monitoram e protegem os interesses dos acionistas minoritários. Short, Zhang e Keasey (2002) confirmam essa relação e afirmam a existência de uma associação positiva da propriedade institucional com os dividendos.

Nos Estados Unidos o monitoramento institucional tende a reduzir o problema da agência de fluxo de caixa livre (KARPAVICIUS; YU, 2017). De acordo com De-La-Hoz e Pombo (2016), na América Latina, onde existe maior concentração de propriedade, os



investidores institucionais aumentaram sua importância como mecanismo de controle corporativo.

Firth et al. (2016), estudou os efeitos dos fundos mútuos, tipicamente o tipo de acionista externo mais importante e influente, sobre os pagamentos de dividendos das empresas na China durante o período de 2003 a 2011 e os resultados mostram influenciam as companhias a pagar maiores dividendos em dinheiro.

A participação do Estado na propriedade está ligada ao histórico político-econômico e também com a legislação de cada país. Em um estudo na união europeia, Borisova et al. (2012) concluíram que a propriedade do governo está associada à baixa qualidade da governança corporativa.

Na Turquia, Kouki e Guizani (2009) acharam uma relação negativa entre propriedade do Estado e o pagamento de dividendos. Por outro lado, estudos com empresas estatais chinesas, relataram uma associação positiva com a distribuição de proventos. (WANG et al., 2011).

Contudo, em países como o Brasil com fraca proteção legal e alta concentração de propriedade na posse de famílias e indivíduos, os conflitos de agência mais comuns são entre acionistas majoritários e minoritários. Gonzáles, et al. (2014), estudaram empresas colombianas, e verificou-se que o envolvimento da família em propriedade e controle por meio de pirâmides afeta negativamente a política de dividendos.

Neste sentido, seguindo os passos de Reyna (2017) e Gonzáles et al. (2017) pressupõe que as identidades dos acionistas controladores podem afetar a distribuição de dividendos. Diante do exposto, apresenta-se a segunda e terceira hipótese desta pesquisa:

**H2: Quando a concentração de propriedade e controle das companhias está em posse de investidores individuais menor será a distribuição de dividendos.**

**H3: Quando o segundo maior acionista é um investidor institucional, ele monitora o maior acionista e com isso se tem uma maior distribuição de dividendos.**

Outro efeito que também recai sobre a estrutura de propriedade é o país de origem dos acionistas controladores. De acordo com La porta et al. (2000), a distribuição de dividendos se difere em países com legislação diferentes, no qual, a proteção do investidor é maior em *common Law* e menor na *civil Law*.

Para Graff (2008), a tradição jurídica é um aspecto crucial na formação do direito societário e financeiro. Em busca dos determinantes da política de pagamentos, em uma pesquisa internacional, Truong e Heaney (2007) também ressaltam a importância do sistema legal.

Miton (2004), também estudou os dividendos em vários países. O autor relata, que empresas com forte governança juntamente com uma maior proteção ao investidor, são medidas complementares e tem uma relação positiva com a distribuição de lucros.

Gonzáles et al. (2017), verificou que em países da América latina existe uma associação positiva entre dividendos e o país de origem do maior acionista. Este caminho dá origem à nossa próxima hipótese:

**H4: Quando a concentração de propriedade e controle das companhias está em posse de investidores de país de *common law* menor será a distribuição de dividendos.**

### **2.3 Procedimentos Metodológicos**

Este trabalho é caracterizado como uma pesquisa descritiva e exploratória, tendo em vista que seu intuito é buscar um conhecimento mais a fundo sobre o tema, e melhor elucidar os conceitos que vem sendo discutido na literatura. Também é classificado como quantitativo, pois visa mensurar os efeitos da relação entre variáveis financeiras (BEUREN, 2003).

Neste estudo, utilizamos uma amostra que compreende todas as empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período entre 2010 e 2017, excluindo companhias que pertencem aos setores de Finanças e Seguros, devido às diferenças em sua estrutura e padrões contábeis.

Para verificar a relação entre a estrutura de propriedade e os dividendos foram realizadas regressões múltiplas com dados em painel. Para Gujarati e Porter (2011) a regressão é um importante instrumento para fazer previsões e inferências de dados amostrais.

Além disso, o uso de dados em painel testa as interações das variáveis no decorrer do tempo, acomoda a heterogeneidade, produz mais informações, tem uma maior variabilidade e menor colinearidade, um maior grau de liberdade e ainda é mais eficiente (GUJARATI; PORTER, 2011).

Primeiramente foi feita uma análise gráfica (boxplot) prévia da amostra de dados que compõem este estudo. Foi detectado que um conjunto de variáveis apresentam pequenos

*outliers* e, para tentar diminuir qualquer efeito que possa influenciar o trabalho, foi utilizada a winsorização de 2,5% nas variáveis rentabilidade (ROA) e Alavancagem (ALV).

No que tange a adequações dos modelos, para testar as hipóteses deste artigo, previamente foram realizados os testes De Breusch-Pagan, Teste De Chow e o Teste de Hausman. Para agregar robustez ao trabalho, também foi verificada, se há, normalidade dos resíduos; heterocedasticidade e autocorrelação, por meio dos testes de Shapiro-Wilk, Wald e Woodridge respectivamente para cada um dos modelos.

No tocante aos dados usados, foram coletadas na base de dados Economatica®, e nos sítios da B3, CVM e Econoinfo. Esses dados também são de caráter secundário e com o trabalho de identificação feito manualmente.

Para representar o nível de dividendos foram utilizadas quatro variáveis. As três primeiras são os dividendos pagos anualmente dividido pelo ativo total; total de vendas e patrimônio líquido. Como no Brasil o Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), também é uma medida de distribuição de lucro, também se utilizou uma variável para mensurá-lo. Criamos um manequim para controlar as empresas cujas dividendos são zero. Esta *dummy* assume um valor de um se o dividendo foi pago e zero caso contrário (GONZÁLES et al., 2017).

Como no mercado de capitais brasileiros há a possibilidade de uma dissociação entre propriedade e controle por meio da emissão de ações sem direito a voto, foi usado para essa análise a posse de ações com direito a voto. Desta maneira, foram coletados CC1 - porcentagem do maior acionista; CC2 - porcentagem do segundo maior acionista; CC5 - soma percentual dos cinco maiores acionistas e CC10 - soma percentual dos cinco maiores acionistas (CARVAHAL-DA-SILVA; LEAL, 2004; CORREIA; MARTINS, 2015).

A distinção entre as empresas com alta e baixa concentração, usou-se um Índice de Concentração de Propriedade (ICP). Esse índice corresponde à média da soma dos dez maiores acionistas de cada setor. Esse índice, divide nossa amostra em duas, cujas empresas que estão acima da mediana do setor são consideradas com alta concentração e as que não, são consideradas baixa concentração (SHINOZACK; MORYASU; UCHIDA, 2016; GONZALES et al., 2017).

Para identificar cada tipo de investidor presente no mercado de capitais brasileiros, eles foram separados em sete grupos: Individuais (pessoas físicas); Governo (União, Estados e Municípios) Investidores Institucionais (os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento, os fundos de pensões entre outros), Corporações (outras empresas) e os não identificados. Foi

usado uma *dummy* (IIN) atribuindo o valor um para os investidores individuais (CARVAHAL-DA-SILVA; LEAL, 2004; PEIXOTO; BUCCINE, 2013)

Entretanto, alguns investidores individuais, principalmente algumas famílias, estão associados a empresas e através das estruturas piramidais aparecem como *holding* de instituições não financeiras. Após a averiguação dessa estrutura, os investidores claramente identificados como indivíduos e famílias também foram considerados investidores individuais.

Gonzáles et al. (2017) remeteu o país de origem dos majoritários como outro provável influenciador no comportamento dos investidores. Neste aspecto, foi criado uma *dummy*, no qual, deu valor um para países de *common law* e zero para países em que a legislação era *civil law*.

Para o controle dos modelos econométricos estimados serão utilizadas algumas variáveis que grande parte da literatura já entende serem cruciais na política de dividendos. Assim, juntamente com a análise das *proxies* concentração de propriedade as regressões apresentam o Tamanho (TAM), alavancagem financeira (ALV) Rentabilidade (ROA) e risco sistemático (BETA) e crescimento das Vendas (VEND).

Para uma melhor compreensão da pesquisa, o Quadro 2 resume as variáveis empregadas no estudo.

Quadro 2: Descrição das Variáveis do Capítulo 1

| Nome                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Descrição                             | Formula                                                                                                           | Sinal Esperado | Autor       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------|
| DIV 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Dividendos Pagos 1                    | Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total                                                          |                | 1,2 e 3     |
| DIV 2                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Dividendos Pagos 2                    | Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido                                                   |                | 1 e 3       |
| DIV 3                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Dividendos Pagos 3                    | Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas                                                      |                | 1 e 3       |
| YLD                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | JSCP                                  | Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação.                                      |                | 4           |
| CC1 (2)(5)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Concentração de Propriedade           | Quantidade de ações com direito a voto no poder do maior acionista, do segundo maior e da Soma dos cinco maiores. | -              | 1 ,5 ,6 e 8 |
| IDC                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Identidade do maior Acionista         | Dummy com valor 1 para acionistas individuais                                                                     | -              | 1,7         |
| INST                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Identidade do segundo maior Acionista | Dummy com valor 1 para acionistas institucionais                                                                  | +              | 1 e 8       |
| POC1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Nacionalidade do Controlador          | Dummy com valor 1 para acionistas controladores com origem em país comum Law                                      | +              | 1, 8 e 10   |
| POC2                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Nacionalidade do Controlador 2        | Dummy com valor 1 para acionistas controladores com origem em país comum Law                                      | +              | 1, 8 e 10   |
| ICP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Índice de Concentração de Propriedade | Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa dividido pela média do Setor.               | -              | 1 e 10      |
| TAM                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Tamanho                               | Logaritmo Natural do Ativo Total.                                                                                 | +              | 1,5, 9 ,10  |
| ALV                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Alavancagem                           | (Dívida de curto prazo/ Ativo total) + (Dívida de longo prazo/Ativo total)                                        | -              | 1, 5, 9, 10 |
| ROA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Rentabilidade                         | Resultado Operacional / Ativo Total                                                                               | +              | 1, 9, 10    |
| BETA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Risco                                 | Risco sistemático é o coeficiente beta para o modelo de mercado estimado usando os retornos anuais                | +              | 1, 10       |
| VEND                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Vendas                                | Logaritmo Natural do Receita Operacional.                                                                         | +              | 1, 10       |
| Nota: (1) Gonzáles et al. (2017); (2) Forti, Peixoto e Alvez (2015); (3); Bryne e O'Connor (2017); (4) Corso, Kassai e lima (2012); (4) (5); Hahn et al. (2011); (6) Böhren et al. (2012) ;(7) González et al. (2014); (8) Carvalhal da Silva e Leal (2006). ; (9) Mauri e Pajust (2005); (10) Dahlquist e Robertsson (2001); |                                       |                                                                                                                   |                |             |

Assim, para realizar as inferências da relação entre a distribuição de dividendos e estrutura de Propriedade e controle, foram formulados doze modelos econométricos. Apresentados a seguir:

$$(1) DIV1_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 CC1_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} - \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(2) DIV2_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 CC1_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} - \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(3) DIV3_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 CC1_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} - \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- $$\begin{aligned}
(4) \quad YLD1_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 CC5_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(5) \quad DIV1_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 CC5_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(6) \quad DIV2_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 CC5_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(7) \quad DIV3_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 CC5_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(8) \quad YLD1_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 CC5_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(9) \quad DIV1_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 ICP_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(10) \quad DIV2_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 ICP_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(11) \quad DIV3_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 ICP_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
(12) \quad YLD1_{i,t} &= \beta_{0i,t} + \beta_1 ICP_{i,t} + \beta_2 CC2_{i,t} + \beta_3 IDC * CC1_{i,t} + \beta_4 POC * CC1_{i,t} + \\
&\quad \beta_5 INST * CC2_{i,t} + \beta_6 POC * CC2_{i,t} \beta_7 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

## 2.4 Análises dos Resultados

Esta seção apresenta os principais resultados obtidos da análise do ensaio feito por meio do software Stata, produto das análises descritivas, correlações e a regressão múltipla com dados em painel. Desta forma, visou-se comprovar as hipóteses elaboradas no estudo sobre a relação entre as variáveis distribuição de dividendos estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras de capital aberto.

Para detectar possíveis problemas de multicolinearidade no modelo regressivo foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*) do conjunto de variáveis com a variável explanatória. Foi utilizado a regra de ouro como critério de verificação da multicolinearidade

em que o maior valor VIF dos regressores não fosse superior a 10. Em nenhum modelo da pesquisa o valor referencial foi extrapolado (O'BRIAN, 2007).

Também foi realizado o teste de Shapiro Wilk, e como resultado os modelos estimados apresentaram uma distribuição dos resíduos não normal. Entretanto, de acordo com Woodridge (2010), como a amostra da pesquisa é suficientemente grande e bem próxima da população do estudo, pode ser considerada como uma distribuição de normalidade assintótica. Assim, o modo como se comporta a distribuição da amostra não afeta a consistência da inferência dos resultados por meio da regressão múltipla com dados em painel.

Outra questão que vale ressaltar é modelo mais adequado a ser estimado de acordo com os dados obtidos. Como os dados em painel denotam o comportamento do indivíduo  $i$  no tempo  $t$ , os testes para verificar qual o melhor modelo de acordo com as pressuposições a respeito da possível correlação entre o termo de erro e as variáveis explicativas (BALTAGI, 2008; FÁVERO, 2013). Foram discriminados nas tabelas 2, 3 e 4 os modelos usados em cada regressão assim como os resultados de cada teste.

Dentro da análise dos dados, testes apontaram para a rejeição das hipóteses nulas para ausência de autocorrelação e homocedasticidade. Barbieri (2012) sustenta que esse fato leva a potenciais vieses decorrentes de observações com valores extremos. Para acrescentar robustez as estimativas, foram aplicadas nos modelos, ferramentas onde, foi feita estimacões considerando erros padrão robustos para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação.

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis do Capítulo 1

| Variáveis | Observações | Média  | Desvio Padrão | Mínimo  | Máximo |
|-----------|-------------|--------|---------------|---------|--------|
| DIV1      | 2665        | 0,215  | 0,470         | 0       | 0,777  |
| DIV2      | 2665        | 0,523  | 0,106         | 0       | 0,890  |
| DIV3      | 2319        | 0,466  | 0,133         | 0       | 0,784  |
| YLD       | 2006        | 0,671  | 1,573         | 0       | 20,15  |
| CC1       | 2740        | 56,249 | 28,86         | 0,138   | 100    |
| CC2       | 2335        | 14,59  | 10,98         | 0       | 50     |
| CC5       | 2740        | 78,47  | 21,49         | 0,139   | 100    |
| ICP       | 2740        | 1      | 0,244         | 0       | 1,607  |
| IDC       | 2742        | 0,382  | 0,486         | 0       | 1      |
| INST      | 2162        | 0,283  | 0,451         | 0       | 1      |
| POC1      | 2624        | 0,125  | 0,331         | 0       | 1      |
| POC2      | 2080        | 0,130  | 0,336         | 0       | 1      |
| ROA       | 2859        | -7,847 | 34,55         | -137,45 | 16,79  |
| ALV       | 2858        | 1951   | 3687          | 0       | 1,72e7 |
| TAM       | 2860        | 13,36  | 3,056         | -0,404  | 20,61  |
| VEND      | 2480        | 13,56  | 2,369         | -2,39   | 19,63  |
| BETA      | 1845        | 0,616  | 0,866         | -6,11   | 7,248  |

*Nota.* Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação; CC1 – Ações com voto do maior acionista; CC2 – Ações com voto do Segundo maior acionista; CC5 – soma das ações com voto dos 5 maiores acionistas; ICP - Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa dividido pela média do Setor; IND - Dummy para acionistas individuais; INST - Dummy para acionistas institucionais; POC - Dummy para acionistas com origem em país comum Law; ROA – Retorno sobre Ativo; ALV – Alavancagem Financeira; TAM – Logaritmo do Ativo Total; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional; BETA - Risco sistemático

Fonte: Elaboração Própria

Na tabela 1 foi apresentada a análise descritiva das variáveis que compõem o modelo de estudo. A análise descritiva nesta tabela está composta pelo número de observações, média, desvio padrão, valor mínimo e máximo. Desta maneira, é possível ter, uma visão do panorama do estudo com uma visão global da variação desses valores.



Os valores médios de CC1(56,24%) e CC5(74,28%), confirmam a teoria de que no Brasil a estrutura das empresas tem o controle na mão de poucos acionistas. Outro aspecto importante achado foi o na variável IDC, a qual atesta que em boa parte das empresas esse controle pertence a indivíduos ou famílias.

Estes dados descritivos sobre a concentração de propriedade brasileira vão ao encontro aos achados em estudos anteriores como Carvalhal-da-Silva e Leal (2004) e Dami, Rogers e Souza (2007), e confirmam que a composição acionária no Brasil continua concentrada.

Tabela 2: Política de Dividendos X Concentração (CC1)

| Variáveis                | DIV 1         | DIV 2              | DIV 3              | YLD                |
|--------------------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                          | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| CC1                      | 0,0001        | 0,0002             | 0,0005**           | 0,0010             |
| CC2                      | 0,0000        | 0,0004             | 0,0001             | 0,0009             |
| IDC*CC1                  | -0,0000       | -0,0000            | -0,0003            | -0,0031            |
| POC1*CC1                 | -0,0001       | 0,0003             | -0,0002            | -0,0069**          |
| ISNT*CC2                 | 0,0001*       | 0,0002             | 0,0012             | 0,0012             |
| POC2*CC2                 | -0,0001       | 0,0001             | -0,0001            | -0,0140**          |
| dummyDIV                 | 0,0228***     | 0,0564***          | 0,0812***          | 0,5246***          |
| ROA                      | 0,0002**      | 0,0004***          | 0,0006***          | 0,0038**           |
| ALV                      | 0,0000        | 0,0000             | 0,0000             | 0,0000             |
| TAM                      | -0,0113***    | -0,0078*           | 0,0150*            | 0,0129             |
| VEND                     | 0,0043***     | 0,0058***          | 0,0192**           | 0,0067             |
| BETA                     | 0,0005        | -0,0021            | 0,0022             | -0,0733**          |
| ANO                      | SIM           | SIM                | SIM                | SIM                |
| Shapiro Wilk             | 0,5569***     | 0,6304***          | 0,2844***          | 0,6667***          |
| VIF                      | 1,93          | 1,93               | 1,93               | 1,93               |
| Breusch-Pagan            | 335,63***     | 669,74***          | 167,89***          | 505,80***          |
| Chow                     | 4,69***       | 6,31***            | 2,18***            | 4,03***            |
| Hausman                  | 69,23***      | 2,39               | 13,00              | 19,10              |
| Woodridge                | 5,102*        | 11,655***          | 4,130**            | 4,382**            |
| Wald                     | 1.3e+32***    | 6.1e+32***         | 3.7e+37***         | 1.9e+34***         |
| R <sup>2</sup> -Ajustado | 0,055         | 0,061              | 0,1444             | 1,2266             |

*Nota.* Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total da empresa i no período t; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido da empresa i no período t; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas da empresa i no período t; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação da empresa i no período t; CC1 - Ações com voto do maior acionista da empresa i no período t; CC2 - Ações com voto do Segundo maior acionista da empresa i no período t; IDC\*CC1 - Interação entre maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; INST\*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; Interação entre maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; POC2\*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; ROA - Retorno sobre Ativo da empresa i no período t; ALV - Alavancagem Financeira da empresa i no período t; TAM - Logaritmo do Ativo Total da empresa i no período t; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional da empresa i no período t; BETA - Risco sistemático da empresa i no período t.

A tabela 2 estima a relação entre a concentração de propriedade e controle com a distribuição de dividendos das empresas da amostra, na qual, a concentração sendo medida pela porcentagem de ações com direito a voto do maior acionista. De acordo com os dados

obtidos, quanto mais concentrados as ações nas mãos de poucos acionistas, maior a distribuição de dividendos. Esses resultados reforçam os achados de Dalmacio e Corrar (2007); Fonteles *et al.* (2012); Gonçalves *et al.* (2015) e Reina (2017). Todavia, somente uma das medidas de dividendos foi estatisticamente significativa.

Uma possível explicação para esses resultados, consiste no fato de empresas com grande parte do controle na mão de um único acionista, necessitam passar confiança aos pequenos acionistas. Para isso, a repartição dos lucros como medidas de governança tende a ser eficaz.

A variável DIV1 obteve uma relação positiva e estatisticamente significativa com a interação do segundo maior acionista com investidores institucionais. Esses resultados vão ao encontro da teoria de que grandes acionistas institucionais conseguem monitorar os gestores da companhia e obter maiores distribuição de dividendos. Assim, essa amostra nesta perspectiva de dividendos corrobora com os estudos como os de Firth *et al.* (2015) e De-La-Hoz e Pombo (2016).

A proxy que mede a rentabilidade dos JSCP, apresenta uma relação inversa com a concentração, quando o maior e o segundo maiores acionistas são de países de *Comum Law*. Esses dados remetem a ideia de que os proventos tributáveis podem não ser um chamativo para acionistas estrangeiros que buscam rentabilidade de seus ativos no Brasil. Esses resultados são robustos a um nível de 5% de confiança.

Tabela 3: Política de Dividendos X Concentração (CC5)

| Variáveis               | DIV 1         | DIV 2              | DIV 3              | YLD                |
|-------------------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                         | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| CC5                     | -0,0000       | -0,0007*           | -0,0002            | 0,0125             |
| CC2                     | 0,0000        | 0,0011             | 0,0003             | -0,0118*           |
| IDC*CC1                 | 0,0000        | 0,0009             | 0,0002             | -0,0183**          |
| POC1*CC1                | 0,0000        | 0,0000             | 0,0000             | 0,0000             |
| ISNT*CC2                | 0,0003*       | 0,0002             | 0,0012             | 0,0012             |
| POC2*CC2                | -0,0001       | 0,0001             | -0,0001            | -0,0137**          |
| dummyDIV                | 0,0227***     | 0,0562***          | 0,0814***          | 0,5334***          |
| ROA                     | 0,0002**      | 0,0004***          | 0,0006***          | 0,0036**           |
| ALV                     | -0,0000       | 0,0000             | -0,0000            | 0,0000             |
| TAM                     | -0,0113***    | -0,0086*           | 0,0148*            | 0,0240             |
| VEND                    | 0,0043***     | 0,0059***          | 0,0193***          | 0,0085             |
| BETA                    | 0,0005        | -0,0023            | 0,0022             | -0,0700**          |
| ANO                     | SIM           | SIM                | SIM                | SIM                |
| Shapiro Wilk            | 0,5589***     | 0,6367***          | 0,2841***          | 0,6783***          |
| VIF                     | 3,47          | 3,47               | 3,47               | 3,47               |
| Breusch-Pagan           | 320,77***     | 649,56***          | 167,52***          | 473,84***          |
| Chow                    | 4,63***       | 6,20***            | 2,18***            | 3,92***            |
| Hausman                 | 91,16***      | 6,79               | 12,83              | 26,10              |
| Woodridge               | 5,11**        | 11,676***          | 4,130**            | 4,406**            |
| Wald                    | 5.3e+32***    | 5.4e+33***         | 1.0e+35***         | 3.1e+34***         |
| R <sup>2</sup> Ajustado | 0,055         | 0,063              | 0,1444             | 1,2285             |

*Nota.* Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total da empresa i no período t; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido da empresa i no período t; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas da empresa i no período t; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação da empresa i no período t; CC5 – Soma das ações com voto dos cinco maiores acionistas da empresa i no período t; CC2 – Ações com voto do Segundo maior acionista da empresa i no período t; IDC\*CC1- Interação entre maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; INST\*CC2 – Interação entre segundo maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; Interação entre maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; POC2\*CC2 – Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; ROA – Retorno sobre Ativo da empresa i no período t; ALV – Alavancagem Financeira da empresa i no período t; TAM – Logaritmo do Ativo Total da empresa i no período t; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional da empresa i no período t; BETA - Risco sistemático da empresa i no período t.

A tabela acima mostra a relação das *proxies* de dividendos e o poder de controle dos cinco maiores acionistas das companhias. Percebe-se que está tem uma relação negativa com os dividendos, onde quanto mais concentrado o controle dos cinco maiores menor é o pagamento. Esses resultados corroboram com os de Mota e Eid Junior (2007) e Hahn et al. (2010).

Com isso, os dados nos sugerem, que o agrupamento de grande parte do capital votante converge a uma utilização do fluxo de caixa livre aos próprios interesses, reduzindo os proventos dos pequenos acionistas. Todavia, como somente uma das medidas dos dividendos é estaticamente significativa, não se tem robustez suficiente para aceitar H1.

Nota-se também, que quando o maior acionista é um investidor individual ele tende a pagar menos JSCP. Esses achados seguem a teoria de que os acionistas majoritários quando são indivíduos ou famílias, usam suas posições para expropriar os minoritários. As outras relações se mostraram com mesma natureza da tabela 2.

Tabela 4: Política de Dividendos X Concentração (ICP)

| Variáveis                     | DIV 1         | DIV 2              | DIV 3              | YLD                |
|-------------------------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                               | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| <b>ICP</b>                    | -0,0100       | -0,0548***         | -0,0497            | 0,3615             |
| <b>CC2</b>                    | 0,0001        | 0,0009*            | 0,0006             | -0,0025            |
| <b>IDC*CC1</b>                | 0,0000        | 0,0009*            | 0,0004             | -0,0120**          |
| <b>POC1*CC1</b>               | 0,0000        | 0,0000             | -                  | 0,0000             |
| <b>ISNT*CC2</b>               | 0,0003*       | 0,0002             | 0,0012             | 0,0012             |
| <b>POC2*CC2</b>               | -0,0001       | 0,0001             | -0,0002            | -0,0140**          |
| <b>dummyDIV</b>               | 0,0226***     | 0,0558***          | 0,0811***          | 0,5313***          |
| <b>ROA</b>                    | 0,0002**      | 0,0004***          | 0,0006***          | 0,0037**           |
| <b>ALV</b>                    | -0,0000       | 0,0000             | -0,0000            | 0,0000             |
| <b>TAM</b>                    | -0,0113***    | -0,0094*           | 0,0139             | 0,0222             |
| <b>VEND</b>                   | 0,0043***     | 0,0059***          | 0,0194***          | 0,0066             |
| <b>BETA</b>                   | 0,0004        | -0,0023            | 0,0023             | -0,0724**          |
| <b>ANO</b>                    | SIM           | SIM                | SIM                | SIM                |
| <b>Shapiro Wilk</b>           | 0,5615***     | 0,6352***          | 0,2840***          | 0,6720***          |
| <b>VIF</b>                    | 2,90          | 2,90               | 2,90               | 2,90               |
| <b>Breusch-Pagan</b>          | 308,84***     | 650,29***          | 167,38***          | 494,28***          |
| <b>Chow</b>                   | 4,54***       | 6,15***            | 2,17***            | 3,99***            |
| <b>Hausman</b>                | 72,37***      | 5,01               | 13,27              | 23,41              |
| <b>Woodridge</b>              | 5,09**        | 11,659***          | 4,108**            | 4,385***           |
| <b>Wald</b>                   | 7.6e+06***    | 8.2e+33***         | 1.5e+34***         | 2.2e+35***         |
| <b>R<sup>2</sup> Ajustado</b> | 0,055         | 0,063              | 0,1444             | 1,2285             |

Nota. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação - Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total da empresa i no período t; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido da empresa i no período t; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas da empresa i no período t; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação da empresa i no período t; ICP - Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa da empresa i no período t dividido pela média do Setor; CC2 - Ações com voto do Segundo maior acionista da empresa i no período t; IDC\*CC1 - Interação entre maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; INST\*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e sua identidade da empresa i no período t; Interação entre maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; POC2\*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem da empresa i no período t; ROA - Retorno sobre Ativo da empresa i no período t; ALV - Alavancagem Financeira da empresa i no período t; TAM - Logaritmo do Ativo Total da empresa i no período t; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional da empresa i no período t; BETA - Risco sistemático da empresa i no período t.

A quarta tabela da pesquisa, tenta explicar a relação entre política de dividendos e estrutura de propriedade e controle, com base na concentração da empresa em relação ao seu setor de atuação. Nossos achados corroboram com a ideia de Mota e Eid Junior (2007) e Hahn et al. (2010), na qual, quanto maior a concentração de ações votantes menor é a distribuição de dividendos.

Uma possível explicação é que a relação entre os dividendos e concentração de controle tende a ser semelhante nos diferentes setores do mercado de capital brasileiro. Entretanto, esses resultados só são estatisticamente significantes para uma das proxies de dividendos exploradas neste estudo.

Estas últimas regressões, também reforçam a relação positiva dos dividendos com os acionistas institucionais detentores da segunda maior parte do controle e da relação negativa dos JSCP e da nacionalidade de origem dos acionistas majoritários.

## **2.5 Considerações finais**

Este artigo tem o intuito de analisar como a estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras pode interferir em como estas distribuem seus dividendos em empresas brasileiras. Para examinar tais efeitos foram utilizados a concentração de capital votante na posse de poucos acionistas (maior/ soma dos cinco maiores/ índice de concentração por setor), a identidade e o país de origem destes acionistas no período entre 2010 a 2017.

A análise descritiva sugere que o Brasil possui uma estrutura de propriedade e controle concentrada na mão de poucos acionistas. Nossa amostra se comportou de tal forma, que a concentração do maior acionista tem relação positiva com os dividendos. Por outro lado, porcentagem acumulada dos cinco maiores e acionistas e o índice criado a partir da média dos dez maiores por setor foi negativa. Assim, não podemos afirmar que os dividendos são usados para reduzir os problemas de agência.

No que tange a identidade dos acionistas controladores, não foi observada nenhuma relação com dividendos, quando o acionista majoritário é um investidor individual. No entanto, uma das medidas de dividendos se mostrou positiva e significativa quando o segundo maior acionista é um investidor institucional. Com isso, possivelmente existe um monitoramento dos pagamentos por investidores profissionais. Todavia, a relação de causa e efeito pode ser o contrário, na qual, este tipo de investidor busca a empresa por ser caracterizada por distribuir dividendos.

A análise dos dividendos com a nacionalidade de origem só obteve significante na proxy complementar referente aos Juros sobre capital próprio. Esses proventos são tributados e apresentam uma relação inversa com acionistas cuja origem são países de *comoom law*. Entretanto, em se tratando de dividendos não podemos aceitar H4.

Em suma podemos considerar que existe uma relação entre a Política de dividendos e a Estrutura de Propriedade e Controle. A concentração de ações ordinárias acaba dando um controle aos maiores acionistas, e mesmo que pequena, podem agir em interesse próprio. Neste cenário, as presenças das instituições conseguem coibir um pouco a liberdade dos gerentes e grandes acionistas. Por outro lado, o país de origem não influi nessa relação.

A pesquisa apresenta algumas limitações. Os testes para adequar os modelos feitos durante a pesquisa, não rejeitaram as hipóteses de heterocedasticidade, normalidade dos resíduos e autocorrelação, o que pode ter interferido um pouco nos resultados. Desta forma, seria precipitado inferir qualquer relação significativa no trabalho.

Outra limitação desse trabalho consiste na identificação da identidade dos acionistas, que em muitos casos estão sobre a forma de pessoa jurídica e em conjunto. Para estudos futuros, sugere-se uma análise dos investidores institucionais mais detalhadas, diferenciando os diversos tipos de instituições. Neste Sentido, buscar inferir a relação dos dividendos com os objetivos dos investidores institucionais.

## **CAPÍTULO 3: Incentivos Financeiros na Remuneração Como Redutor Dos Conflitos De Entre os Proprietários e Gestores**

### **3.1 Introdução**

A abordagem de uma teoria sobre o conflito entre os agentes das companhias, tratados inicialmente por Coase (1932) e aprimorado por Jensen e Meckling (1976), no qual o principal (proprietário da firma) contrata e delega a função de decisão a um agente (executivos), causa um choque de interesse, uma vez que a maximização de suas utilidades pessoais, na grande maioria das vezes, tende a ser diferente.

Este desalinhamento ocorre, pois, a aversão ao risco incide diferentemente no agente e no principal. Enquanto o proprietário consegue diversifica-lo buscando outros empreendimentos os gestores ficam impossibilitados de mitigar os riscos. Neste Sentido, a participação acionaria dos administradores se relaciona com o valor da empresa (MORCK; SHEIFER; VISHNY, 1988).

Entretanto, para que a empresa consiga ter um bom desempenho é impreterível convergir os interesses entre os gestores e acionistas. A governança corporativa identifica vários aspectos relacionados a essas divergências. Neste segmento, várias pesquisas (MURPHY, 1999; GSHOAL, 2005; KRAUTER, 2013; BARROS; CARVALHAL-DA-SILVA, 2015) têm sido realizadas para investigar se existe uma ligação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Com isso, buscar mecanismos remuneratórios que sejam capazes de mitigar os conflitos de agência (AGUIAR et al., 2012; DE SOUZA; CARDOZO; VIEIRA, 2017).

La porta et al. (1998;1999), pesquisou os impactos dos regimes legais e a estrutura de propriedade nas finanças corporativas em vários países do mundo. Suas conclusões são que ambientes de fraca proteção legal ou que a centralizam dos ativos em posse de poucos, são fatores que propiciam a expropriação dos acionistas.

Segundo De Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) as empresas brasileiras encontram-se em um cenário de baixa proteção e também são caracterizadas por uma alta concentração da propriedade e grande parte advinda de estruturas societárias familiares. Além disso, ainda contam com a possibilidade de emitir ações sem direito a voto, o que aumenta a concentração do controle da companhia. Por mais que esse cenário possa ser benéfico no

sentido de monitoramento dos gestores, o que se tem visto no país é uma maior possibilidade de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Os achados de Peixoto e Buccini (2013), demonstram que apesar da concentração de controle e a separação deste e da propriedade das empresas do país estar diminuindo, o cenário se mostra de alta concentração. Também foi visto, que a concentração do controle está relacionada negativamente com o desempenho e valor da firma.

Não obstante, Braga, Lima e Diaz (2007), acrescenta que um dos maiores obstáculos das companhias no ambiente competitivo atual é a gestão de pessoas. Juntamente com a necessidade de separação das funções entre proprietários e administradores, o desafio se torna ainda maior. Neste sentido, propor uma maneira de remunerar os gestores que consiga incentiva-los a buscar o melhor desempenho da empresa é fundamental para os donos das empresas (FAMA; JENSEN, 1996; BEBCHUK; FRIED, 2003; GONZAGA; YOSHINAGA; EID JUNIOR, 2013).

Diante destes conflitos acerca dos modos como se comportam acionistas e gestores diante de interesses difusos, juntamente com as peculiaridades inerente ao mercado brasileiro, este estudo investiga se a maneira de remunerar financeiramente os executivos tem uma relação com o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

O principal intuito desse artigo é averiguar se os mecanismos de remuneração utilizados pelas companhias conseguem afetar seu desempenho. Mais especificamente investigar se o (1) se uma maior remuneração; (2) o uso de remuneração atrelada a metas e resultados e (3) utilizar as ações da própria empresa como pagamento, consegue corroborar para o alinhamento de interesses entre proprietário e acionistas e influenciar no desempenho da companhia.

Esta pesquisa se justifica pelas especificidades que norteiam o mercado de capitais brasileiro e também pelas divergências acerca da governança corporativa e remuneração dos gestores. Como diferencial sobre outros estudos do tema, que em geral utilizam um índice representando algumas empresas e um período curto, foi usado uma amostra com todas as empresas ativas que negociam ações na B3 juntamente com um período de oito anos.

### **3.2 Revisões da Literatura e Construção Das Hipóteses**

Quando se trata do desempenho das empresas, geralmente refere-se ao desempenho econômico global da firma (GUERREIRO, 1992; NORTH; HART, 2006). Porém, pode-se



avaliar o desempenho por meio de vários índices contábeis e resultados analíticos das diversas atividades da empresa (GUERREIRO, 1992; MURPHY, 1999; DE CAMARGO; BARBOSA, 2005; KRAUTER, 2013).

Em finanças, vários são os estudos que buscam esclarecer como desempenho pode ser afetado por algumas estratégias das organizações. Para Decourt e Procianoy (2012) um aumento da distribuição de dividendos tem efeito positivo no desempenho. Segundo Silveira, Barros e Famá, (2003) a qualidade da governança corporativa tem relação direta com o desempenho. Já Floriane e Fleri (2012) acreditam que um maior grau de internacionalização proporciona um desempenho superior. Nakamura et al. (2007) estudaram a estrutura de capital e acharam uma relação negativa entre desempenho e alavancagem.

Todavia, as decisões estratégicas adotadas pelas empresas ficam a cargo de suas diretorias. Com isso, os acionistas buscam o melhor mecanismo para conseguir convergir os interesses pessoais dos diretores aos seus, para que a firma alcance um bom desempenho. Deste modo, como incentivar os gestores a maximizar a utilidade da empresa tem sido um tema recorrente na literatura desde a formalização da teoria da agência nos meados do século XX (JENSEN; MURPHY, 1990B; GSHOAL, 2005; KRAUTER, 2013 E KONRATH et al., 2017).

Na Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) explicam que a propriedade e controle são designados a pessoas distintas com interesses diferentes. Assim, a relação entre agentes se baseia em um conjunto de contratos, implícitos e explícitos que envolvem todos os participantes da companhia, com o propósito de definir as funções e atribuições de cada um destes agentes.

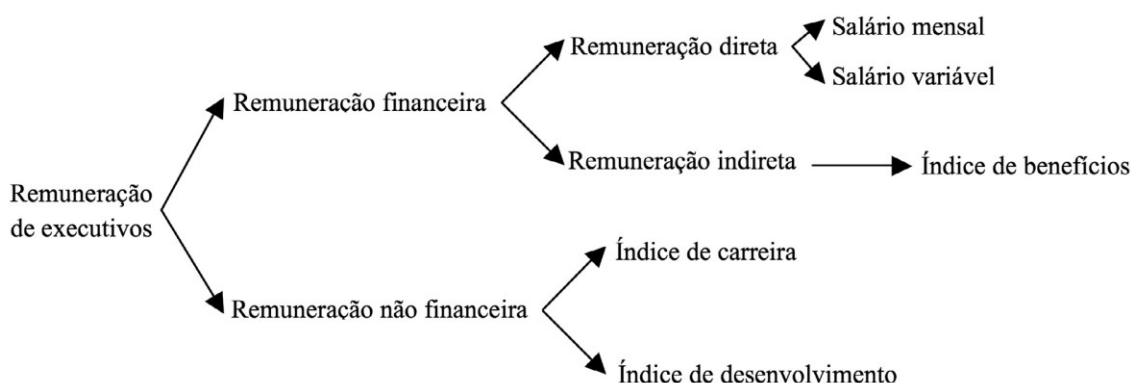
Os autores supracitados já deixam clara a existência de um desalinhamento das pretensões entre o contratado e o principal, uma vez que a maximização da utilidade individual de cada um é distinta. Conforme Eisenhardt (1989) enquanto o agente se mostra avesso ao risco por não poder diversificá-los (está presa aos contratos), esse fator não é visto nos principais, que conseguem pulverizar seus investimentos.

Apesar de os gestores estarem submissos aos acionistas juridicamente, eles detêm mais informações sobre os negócios das empresas, visto que são os responsáveis pelas decisões gerenciais. Essa assimetria de informação é ainda maior quando se trata de acionistas minoritários (ALBANEZ; VALLE, 2009).

Neste Sentido, Konrath et al. (2018) explicam que não há uma supremacia total que pende para um dos lados nessa relação, o que faz com que quanto maior forem os conflitos entre as agentes mais custos vão ser gerados para a empresa.

Além disso, os proprietários têm que buscar um mecanismo para alinhar os interesses dos diretores e acionistas da empresa (JENSEN; MURPHY, 1990a). Krauter (2009) defende que existem dois tipos de incentivo para gestores, as remunerações financeiras e as remunerações não financeiras. A figura abaixo ilustra melhor essa relação:

Figura 2: Remuneração dos Executivos



Fonte: Krauter (2009, p. 44)

Para Carlon, Downs e Wert-Gray (2006), os aspectos não financeiros da remuneração, como desenvolvimento pessoal e profissional e uma maior segurança, se tornam atrativos aos trabalhadores. Entretanto, mesmo que regularmente usado pelas empresas, são fatores que tem sido ignorado pelos estudos acerca de incentivos.

Por outro lado, os incentivos por meio da remuneração financeira é um tema bastante recorrente na literatura. Os estudos buscam identificar como a composição da remuneração direta, a proporção entre salário fixo e salário variável, pode afetar o estímulo da diretoria por melhores resultados organizacional (JENSEN; MURPHY, 1990B; WOWAK; HAMBRICK, 2010; FERNANDES; MAZZIONE, 2015).

Segundo Oskan (2007), essa estratégia consiste em utilizar sistemas que proponham metas a serem atingidas, e recompensar os gestores financeiramente ao conseguir cumpri-las. A explicação de Do Nascimento, Franco e Cherobim (2012) é que o trabalhador precisa ser motivado, e quanto maior for a parte variável do seu salário, mais comprometido com o resultado organizacional ele vai estar.

Bebchuk e Fried (2005), relatam que nos Estados Unidos os incentivos financeiros estão longe de alinhar os interesses entre os executivos e os acionistas. Estes achados estão

associados a outros resultados de pesquisas pelo mundo como de Firth et al. (1996) na Europa, Conyon e He (2011) na China e Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013) no Brasil.

Os incentivos aos gestores como uma maneira de mitigar os conflitos existentes na relação de agência, e tentar sincronizar os interesses entre diretoria e acionistas ainda gera divergências. Deste modo o este artigo se baseia no estudo de Gonzaga et al. (2013) e formula as seguintes hipóteses:

**H1: Existe relação entre o desempenho financeiro da empresa e os salários médios dos gestores**

**H2: Existe relação entre o desempenho financeiro da empresa e a proporção variável dos salários dos gestores**

Não obstante, dentro da remuneração financeira há também a remuneração indireta. Está é composta por benefícios, geralmente bônus que são auferidos por algum objetivo extra/específico da firma. Estes mecanismos tem o intuito de prover vantagens de longo prazo aos trabalhadores, buscando diminuir o horizonte temporal com a empresa (DALMACIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009; TINOCO; ROSSI; PORTUGAL, 2015).

Conforme Schaffer et al. (2015), um exemplo da remuneração de longo prazo é o processo de remuneração com base na opção de ações. Onde, além de incitar os gestores à busca melhores resultados, ainda proporciona uma permanência em busca de crescimento futuros, os aproximando da empresa.

Outro fator que também aparece nos balanços contábeis brasileiros é a remuneração pós-emprego. São pagamentos que atrelam os executivos a empresa ao longo do tempo como cláusulas previstas em contrato de não concorrência e previdência privada (MIRANDA; TOMÉ; GALLON, 2011).

Bird (2018), entende, que no Canadá, devido a suas características tributárias, a utilização de opções de ações como remuneração dos executivos, está mais ligada a uma alternativa de fuga de taxaço de renda alta dos funcionários, do que uma aproximação com os objetivos da firma.

Hasegawa, Kim e Yusada (2017) pesquisaram a relação entre pagamentos baseado em ações e desempenho financeiro. No geral, os resultados não suportam a visão, pelo menos no contexto japonês, de que as opções de ações podem funcionar como incentivo para melhorar o desempenho da empresa.

Por outro lado, Tang (2012), propôs um modelo para estimar os efeitos de incentivo de opções de ações executivas. Os achados mostram que um pagamento contínuo incentiva os gestores a buscarem uma melhor performance da firma e alcançar uma valorização futura.

Neste sentido, este artigo também investiga se as empresas que utilizam essa estratégia de remunerações de longo prazo conseguem obter um melhor desempenho. Com base nessas perspectivas, e seguindo os passos do estudo de Rissati, De Souza e Borba (2018), este estudo apresenta como terceira hipótese:

**H3: Existe relação entre o desempenho financeiro da empresa e a remuneração baseada em ações**

### **3.3. Procedimentos Metodológicos**

Este artigo é caracterizado como uma pesquisa descritiva, tendo em vista que seu intuito é buscar um conhecimento mais a fundo sobre o tema, e tentar melhor elucidar os conceitos que tem sido discutido na literatura. Também é classificado como quantitativo, pois visa mensurar os efeitos da relação entre variáveis financeiras (BEUREN, 2003).

Primeiramente foi feita uma análise informal das variáveis que compõe a amostra. Por meio de gráficos *boxplot*, foram detectados pequenos *outliers*. Para tentar diminuir qualquer efeito que possa influenciar o trabalho, foi utilizada a *winsorização* de 2,5% em todas as variáveis explanatórias e nas variáveis de controle.

A técnica utilizada para testar as hipóteses do artigo foi regressão múltipla com dados em painel. Para Gujarati e Porter (2011), essa técnica estatística se mostra eficaz em estudos que medem várias unidades amostrais em diferentes períodos de tempo. Essa opção permite que se façam inferências na relação entre as variáveis independentes com a variável dependente.

Para elaborar os modelos deste artigo, primeiramente foram feitos vários testes estatísticos. Breusch-Pagan, Teste De Chow e o Teste de Hausman (para escolher o modelo mais adequado aos dados); Shapiro-Wilk (normalidade dos resíduos); Wald (heterocedasticidade) Woodridge (autocorrelação).

A amostra desta pesquisa é composta todas as empresas brasileiras ativas de capital aberto que tem seus ativos negociados na B3. Por motivos de peculiaridades nas

demonstrações contábeis, foram retiradas da amostra as empresas financeiras. Algumas empresas controladas não emitiram as informações acerca da remuneração da diretoria executiva, uma vez que esses dados ficam a cargo das controladoras, tais empresas também foram retiradas do estudo.

Essa escolha se deve ao fato do escopo do trabalho ser o mercado brasileiro, e a obrigação de demonstrações contábeis serem somente das empresas com capital aberto. Quanto ao tempo, o estudo inclui os exercícios financeiros de 2010 a 2017. Esse período se justifica pelo uso de dados referentes a remuneração, os quais só foram de demonstração obrigatória no formulário de referência entregue a CVM a partir do ano de 2010.

Os dados que foram utilizados são todos de fontes com caráter secundário. Para conseguir os dados referentes ao desempenho financeiro das firmas e as variáveis de controle, recorreu-se a base Economatica. Já em relação às estratégias e valores remuneratórios, a coleta se deu por meio do formulário de referência (publicação obrigatória pela CVM) de cada empresa e disponível no site da B3.

Para mensurar o montante da remuneração utilizou-se a média dos salários anuais da diretoria. A *proxy* para representar o Incentivo Financeiro será a razão entre a remuneração variável e a remuneração total e também a razão entre o valor da remuneração baseada em ações e a remuneração total. (KRAUTER, 2013; GONZAGA et al., 2013).

O quadro a seguir descreve as variáveis explanatórias para os modelos, essas variáveis são utilizadas na maioria dos estudos para representar o desempenho (KRAUTER, 2013; GONZAGA et al., 2013; SOUZA et al., 2017; KONRATH et al., 2018). Também sintetiza as variáveis de controle e as dependentes utilizadas para averiguar a relação.

Quadro 3: Descrição das Variáveis do Capítulo 2

| Nome                                                                                                                                                                      | Descrição                  | Formula                                                                    | Sinal Esperado | Autor   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------|----------------|---------|
| <b>RM</b>                                                                                                                                                                 | Remuneração Média          | Log da razão entre remuneração total e número de membros da diretoria.     |                | 3,4     |
| <b>INF</b>                                                                                                                                                                | Incentivo Financeiro       | Razão entre a remuneração variável e a remuneração total                   |                | 1,4     |
| <b>RBA</b>                                                                                                                                                                | Incentivo por Ação         | Razão entre a remuneração baseada em ação e a remuneração total            |                | 2,5,6   |
| <b>ROE</b>                                                                                                                                                                | Retorno sobre o Patrimônio | Retorno sobre o Patrimônio Líquido                                         | +              | 1,2,3,5 |
| <b>ROA</b>                                                                                                                                                                | Retorno do Ativo           | Retorno sobre o Ativo Total.                                               | +              | 1,2,3   |
| <b>LPA</b>                                                                                                                                                                | Lucro por Ação             | Lucro por ação, proxy para desempenho da empresa i, no período t.          | +              | 1,3     |
| <b>TAM</b>                                                                                                                                                                | Tamanho                    | Logaritmo natural do ativo total                                           | +              | 1,3     |
| <b>ALV</b>                                                                                                                                                                | Alavancagem                | (Dívida de curto prazo/ Ativo total) + (Dívida de longo prazo/Ativo total) | +              | 2,4     |
| <b>LIQ</b>                                                                                                                                                                | Liquidez                   | Liquidez Corrente da empresa i, no período t                               | +              | 2       |
| <b>SET</b>                                                                                                                                                                | Setor                      | Variável Categórica transformada em <i>Dummy</i> de controle               |                |         |
| <b>Nota.</b> (a) (1) Gonzaga et al. (2013);(2) Souza et al.( 2017);(3) Krauter (2013); (4) Konrath et al. (2018);(5) Dalmacio et al. (2009); (6) Politelo et al., (2014). |                            |                                                                            |                |         |

Neste caminho, foram estimados três modelos de regressão múltipla com dados em painel para averiguar a relação entre os mecanismos de remuneração e o desempenho financeiro das firmas. Que são:

$$(1) RM_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LPA * CC1_{i,t} + \beta_4 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(2) INF_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LPA * CC1_{i,t} + \beta_4 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(3) RBA_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LPA * CC1_{i,t} + \beta_4 CONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### 3.4. Análise dos resultados.

Tabela 5: Estatística Descritiva das Variáveis do Capítulo 2

| Variável | Observações | Média  | Desvio<br>Padrão | Mínimo | Maximo |
|----------|-------------|--------|------------------|--------|--------|
| ROE      | 2135        | 2,977  | 25,28            | -80,06 | 36,92  |
| ROA      | 2500        | -2,872 | 21,33            | -82,72 | 17,66  |
| LPA      | 2496        | -2,795 | 18,17            | -89,08 | 30,20  |
| RM       | 2111        | 13,84  | 1,35             | 4,43   | 17,78  |
| INF      | 2107        | 0,234  | 0,211            | 0      | 0,709  |
| RBA      | 2096        | 0,085  | 0,248            | 0      | 1      |
| PRBA     | 2096        | 0,347  | 0,476            | 0      | 1      |
| RPE      | 2113        | 0,229  | 0,420            | 0      | 1      |
| TAM      | 2,496       | 13,977 | 2,652            | 4,823  | 17,816 |
| AVL      | 2,481       | 3,484  | 8,037            | 0,799  | 46,69  |
| LIQ      | 2,491       | 1,268  | 5,994            | -20,12 | 22,26  |

*Nota.* ROE = Retorno sobre o Patrimônio; ROA = Retorno sobre o Ativo; LPA = Lucro por Ação;; RM = Remuneração média; INF = Incentivo Financeiro; RBA = Remuneração Baseada em Ação; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez

A tabela 5 traz a análise descritiva referente à composição dos dados dos modelos propostos. Onde, os números discriminam a quantidade de observações, média, desvio padrão, máximo e mínimo.

As variáveis que representam o desempenho, mesmo que eles apresentem alguns anos com índices positivos, em termos gerais as médias são negativas. Aparentemente isto poderia representar um período não prospero para o mercado brasileiro. No entanto, os valores mínimos exibem que essa média negativa é puxada por algumas firmas.

No que tange as *proxies* de remuneração, fica claro a existências de empresa que não utilizam nenhum artifício de incentivo financeiro. Proporcionando aos seus trabalhadores o pagamento dos salários somente por valores fixo. Todavia, quase um quarto do montante de remuneração da nossa amostra é de remuneração variável.

Tabela 6: Correlação das Variáveis

|            | <u>RM</u> | <u>INF</u> | <u>RBA</u> | <u>ROE</u> | <u>TAM</u> | <u>LPA</u> | <u>ROA</u> | <u>ALV</u> | <u>LIQ</u> |
|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>RM</b>  | 1,00      |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>INF</b> | 0,453***  | 1,00       |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>RBA</b> | 0,205***  | -0,028     | 1,00       |            |            |            |            |            |            |
| <b>ROE</b> | 0,105***  | 0,171*     | 0,049      | 1,00       |            |            |            |            |            |
| <b>TAM</b> | 0,43***   | 0,326***   | 0,227***   | 0,42***    | 1,00       |            |            |            |            |
| <b>LPA</b> | -0,01     | 0,038      | -0,001     | 0,111***   | 0,001      | 1,00       |            |            |            |
| <b>ROA</b> | 0,024     | 0,02       | 0,026      | 0,067***   | 0,194***   | 0,135***   | 1,00       |            |            |
| <b>ALV</b> | 0,13      | 0,20       | 0,005      | -0,008     | -0,007     | 0,005      | -0,01      | 1,00       |            |
| <b>LIQ</b> | -0,10***  | -0,05      | -0,01      | -0,26*     | -0,23***   | 0,006      | -0,01      | -0,01      | 1,00       |

*Nota.1* - ROE = Retorno sobre o Patrimônio; RA = Retorno sobre o Ativo; LA = Lucro por Ação;; RM = Remuneração média; INF = Incentivo Financeiro; RBA = Remuneração Baseada em Ação; PRBA = Dummy para Remuneração Baseada em Ação; RBE = Dummy para Remuneração Pós Emprego; TAM = log do ativo total; ALV = Alavancagem Financeira; LIQ = Liquidez - *Nota.2* Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%.

Ainda abordando os aspectos descritivos das variáveis, a tabela 2 representa a matriz de correlação. Os dados demonstram que as variáveis independentes possuem baixas correlações entre si, o que corresponde um bom indicador de baixa colinearidade. Para confirmar, foi feito o teste de multicolinearidade com (VIF médio = 3,5), e de acordo com a Regra de ouro VIF individual ou médio acima de 10 não se tem problema neste modelo (O'BRIAN, 2007).



Tabela 7: Resultados das Estimativas de Regressão.

| Variáveis                     | RM                 | INF           | RBA                |
|-------------------------------|--------------------|---------------|--------------------|
|                               | Efeitos Aleatórios | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios |
| <b>ROE</b>                    | 0,0019552          | -0,000124     | 0,003968*          |
| <b>ROA</b>                    | -0,000344          | 0,002195*     | 0,000383           |
| <b>LPA</b>                    | 0,00044            | 0,0003604     | -0,0009179         |
| <b>TAM</b>                    | 0,27866***         | 0,26716*      | 0,24058***         |
| <b>ALV</b>                    | -0,00313           | -0,001556     | 0,001682**         |
| <b>LIQ</b>                    | 0,00353            | 0,0095756     | 0,000381           |
| <b>ANO</b>                    | SIM                | SIM           | SIM                |
| <b>SETOR</b>                  | SIM                | SIM           | SIM                |
| <b>Shapiro Wilk</b>           | 0,7933***          | 0,9815***     | 0,7601***          |
| <b>VIF</b>                    | 3,50               | 3,5           | 3,50               |
| <b>Breusch-Pagan</b>          | 2150,70***         | 933,55***     | 1050,80***         |
| <b>Chow</b>                   | 21,04***           | 6,52***       | 8,69***            |
| <b>Hausman</b>                | 15,08              | 34,00***      | 19,68              |
| <b>Woodridge</b>              | 12,708***          | 2,407         | 11,319***          |
| <b>Wald</b>                   | 4.7e+30***         | 2.8e+31***    | 1.7e+07            |
| <b>R<sup>2</sup> ajustado</b> | 0,5863             | 0,1329        | 0,1111             |

*Nota.* - Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 1%, 5% e 10%.- Variáveis: RM = Remuneração média da empresa i no tempo t ; INF = Incentivo Financeiro da empresa i no tempo t; RBA = Remuneração Baseada em Ação da empresa i no tempo t; ROE = Retorno sobre o Patrimônio da empresa i no tempo t; RA = Retorno sobre o Ativo da empresa i no tempo t; LA = Lucro por Ação da empresa i no tempo t; TAM = log do ativo total da empresa i no tempo t; ALV = Alavancagem Financeira da empresa i no tempo t; LIQ = Liquidez da empresa i no tempo t .

No que tange as inferências, primeiramente foi rejeitado a hipótese de normalidade dos resíduos. Com tudo, como a amostra é suficientemente grande e se aproxima da população de estudo, pode ser classificada como uma normalidade assintótica. Neste Sentido, de acordo com o teorema do limite central, a amostra apresenta uma distribuição não normal, pois é o mesmo comportamento da população, o que não compromete a análise via regressão múltipla com dados em painel (WOLDGRIDE,2010)

Em um segundo momento, foi averiguado qual o modelo de regressão mais adequado para cada um dos modelos. Nossos dados revelam que em dois(1 e 3) deles foi usado os efeitos aleatórios e no outro (2) efeitos fixos. Desta Maneira, foi possível fazer as inferências de acordo com a correlação dos termos de erro e das variáveis explicativas mais apropriadamente.

Também foi detectada a presença autocorrelação e heterocedasticidade. Para tal, utilizou se um filtro do software Stata, que aplica a correção de White/Hubert. Esse método

reduz ao máximo as variâncias, tornando os erros padrões robustos e assim não interfira na inferência dos dados (MAAS; HOX, 2004)

A primeira regressão, discriminada na tabela 7, buscou analisar se o montante dos pagamentos aos diretores é capaz de influenciar o desempenho financeiro das companhias. Os resultados obtidos para as variáveis de desempenho não atingiram significância estatística, o que nos leva a rejeitar H1. Assim, não podemos reforçar os achados de Damardi (2011) e Krauter (2013).

Já em relação a variável que representa o tamanho, usada como controle no modelo, os números mostram uma relação positiva com o salário médio. Uma possível interpretação para este fato é que quanto maior a empresa mais complexa o dever dos diretores.

O Segundo modelo da tabela 7, apresenta os resultados do modelo que busca investigar a relação entre incentivos aos gestores (remuneração variável dividido pela remuneração total da diretoria estatutária) com as variáveis de desempenho (ROE, ROA e LPA).

A partir da análise dos dados, constata-se que o Retorno sobre o Ativo total (ROA) apresenta uma pequena relação positiva com o incentivo financeiro, o que pode sugerir que quanto maior for a parte variável do salário dos gestores maior o desempenho da empresa. Neste sentido, os incentivos servem para alinhar os interesses entre os agentes.

Estes números confirmam empiricamente as suposições de alguns estudos empíricos contidas na literatura brasileira, as quais indicam que o uso da remuneração variável tende a estimular os gestores a investirem em projetos que maximizem o desempenho da organização. Com isso, nossos resultados não rejeitam H2 e corroboram com os estudos de Krauter (2013); Gonçalves et al. (2013) e De Souza et al. (2013).

O terceiro modelo, delineado na tabela 9, buscou averiguar se os incentivos financeiros baseados em ação e (RBA/RT) são capazes de afetar o desempenho da empresa. Os resultados mostram uma relação direta com o retorno sobre o patrimônio líquido. O que nos permite não rejeitar a H3, apresentando relação estatisticamente significativa desse tipo de remuneração ao desempenho.

Nossos achados vão ao encontro ao pressuposto na revisão literária, como os estudos de Tang (2012) e Rizzati, De Souza e Borba (2018). Seguindo a ideia de no qual, quanto maior a proporção de ações paga aos gestores como parte do seu salário, maior o será o estímulo, e maior tende a ser o desempenho da companhia.

### 3.5 Considerações Finais

Esse artigo buscou investigar se mecanismo de remuneração, conseguem mitigar os conflitos de agências existentes dentro das companhias, e se com isso seria possível atingir um melhor desempenho. Para esta investigação foram analisados o salário médio; os efeitos da proporção da remuneração variável e os efeitos de utilizar a remuneração baseada em ação como estratégia.

A primeira averiguação foi baseada no montante de remuneração por membro da diretoria. Porém, nada pode ser confirmado para essa relação, visto que não houve significância estatística nem em 1%,5% ou 10%.

Posteriormente, uma segunda análise mostrou uma relação em que quanto maior for a parte variável dos salários dos gestores maior seria o retorno sobre o ativo total. Com isso, podemos considerar que atrelar a remuneração a metas e resultado é eficiente para que a empresa atinja um melhor desempenho.

No que se refere à remuneração baseada em ações para a diretoria estatutária da empresa. Os resultados indicaram que essa estratégia se mostra efetiva, a relação com o lucro operacional foi positiva. Uma possível explicação está no fato de que tornar os gestores detentores de ações da companhia, é capaz de alinhar os interesses entre principal-agente.

As diferenças entre os indicadores de desempenho (ROE E ROA) que foram influenciados pelos artifícios de remuneração, consiste na quantidade de capital de terceiros utilizados pela firma. O que nos leva a crer, que as políticas de pagamento da empresa devem estar em consonância com seu planejamento estratégico.

Vale ressaltar que todos os modelos são apresentados nesse artigo, o tamanho da empresa, usada no controle da regressão, se mostrou fortemente relacionado com as variáveis dependentes. Isso nos leva a crer que a medida que a empresa cresce ela aprimora seus mecanismos de remuneração.

Nossos achados nos permitem afirmar que há relação entre os mecanismos usados para remunerar os gestores e os indicadores de desempenho. Assim, podemos corroborar os estudos de Gonzaga *et al.* (2013); (2) De Souza *et al.*, (2017); Krauter (2013) e Konrath *et al.* (2018).

Este trabalho tem como o principal limitador, a falta de qualidade dos formulários de referência enviados a CVM, que nem sempre passam as informações com clareza. Assim, fica como meta para um próximo estudo, aumentar os índices para mensurar o desempenho, como também mostrar a influência de outros fatores de governança corporativa nessa relação.

## CAPÍTULO 4: Consideração Finais

Desde sua estruturação por volta dos anos de 1960 e 1970, a teoria da agência tem sido tema bastante recorrente nas pesquisas sobre finanças. No Brasil não é diferente, e dado as peculiaridades do mercado, também se mostrou interessante aos estudos do país. Neste contexto, o objetivo dessa dissertação, foi buscar identificar como as empresas brasileiras tentam mitigar os conflitos para não acarretar custos a estas

Os conflitos de agência mais comum nas empresas brasileiras são entre os acionistas majoritários e os minoritários. Estes choques são caracterizados por uma possível expropriação dos controladores, que em função de um maior poder podem direcionar as ações das empresas.

Mesmo que não tão forte quanto o outro, há também divergências entre os proprietários e os gestores. Pautada nas escolhas das estratégias gerenciais e principalmente nas decisões acerca do fluxo de caixa livre, atrelar os interesses entre principal e agente é fundamental para o desenvolvimento da empresa.

O primeiro *insight* desta dissertação, teve o intuito averiguar como as companhias buscam mitigar os conflitos entre os diferentes tipos de acionistas. Tendo em vista que retorno sobre os investimentos dos pequenos acionistas são através dos dividendos e da valorização das ações, a análise desta pesquisa se baseia na investigação da relação entre Política de Dividendos e a Estrutura de Propriedade e Controle.

A revisão teórica trouxe diversos artigos que exploraram essa relação. No entanto, suas conclusões não são congruentes. A literatura aponta que ainda existem outras variáveis que podem influenciar as estratégias das empresas. Além disso, também foi explorado como a identidade dos acionistas controladores e sua nacionalidade, pode influir nos dividendos em um mercado financeiro como o do Brasil.

A Política de Dividendos foi representada pelo pagamento total. Todavia como controle desmembrou em três balizando-a com o Ativo total, Vendas e Patrimônio Líquido. Além disso, acrescentou se o *dividend yield*, com o viés dos Juros sobre capital próprio para agregar a parte tributável dos dividendos.

Para mensurar a concentração acionária, e assim, e ver o poder de controle de grandes acionistas, foram utilizadas 3 variáveis. A primeira foi a concentração de ações com direito a voto do maior acionista da empresa. Também se utilizou o somatório de ações dos cinco

maiores. Por fim, usou-se um índice de concentração que leva em conta a relação do somatório dos dez maiores acionistas da empresa com a média do seu setor de atuação.

No que tange a identidade e a nacionalidade dos principais acionistas, foi criada uma variável de interação entre o maior e segundo maior com uma dummy para investidores individuais, investidores institucionais e acionistas oriundos de países cuja legislação seja o regime de *Common Law*.

Após uma análise multivariada por meio de regressão múltipla com dados em painel, foi verificado uma relação positiva entre os dividendos com a concentração do poder de voto do maior acionista. Por outro lado, as outras duas medidas de concentração de ações ordinárias apresentaram uma relação negativa. Além do mais, a significância estatística só estiveram presentes em uma das variáveis de dividendos.

Neste Sentido, Como os achados referentes à concentração de propriedade e controle foram em sentidos contrários, juntamente com significância estatística não foi presente na maioria das variáveis de dividendo, não se pode confirmar com robustez a teoria de que a distribuição de dividendos é usada para reduzir os problemas de agência no Brasil.

Outros achados importantes estão na identidade dos acionistas controladores. Enquanto o fato do maior acionista ser um investidor individual não afeta nada na distribuição de dividendos, quando o segundo maior é um investidor institucional, a tendência do pagamento de dividendos é maior, corroborando com a teoria de monitoramento. No aspecto rentabilidade, a nacionalidade originária de países *common law*, é inversa aos JSCP. Contudo, sobre os dividendos nada nenhuma relação foi obtida.

O segundo *insight* abortou a relação de agência pelo viés dos proprietários versus gestores. O intuito do estudo era examinar qual comportamento corporativo pode ser benéfico para que a companhia não tenha custos diante de tais conflitos. Para convergir os interesses entre principal e agente, seria recompensar os administradores por metas e resultados.

As medidas de desempenho utilizadas consistem em indicadores financeiros tradicionais como o ROE, ROA e LPA. Já como incentivo aos diretores, foi mensurado utilizando algum mecanismo de remuneração como: remuneração média; remuneração variável e a remuneração baseada em ações. O objetivo é analisar se recompensar os gestores é capaz de alinhar os interesses e gerar resultados para a companhia.

Assim como no primeiro artigo, foram estimadas regressões múltiplas com dados em painel, para uma análise multivariada, que examina a relação entre mecanismo de remuneração e desempenho financeiro das empresas. Para uma melhor robustez do tema, este

artigo usou uma amostra que compreende todas as empresas ativas da B3 em um período de oito anos.

Se por um lado, o montante dos salários, não apresentou nenhuma relação estatisticamente significativa com os indicadores financeiros. Por outro, tivemos empresas com maior porcentagem de remuneração variável sobre o total, apresentando maior retorno operacional. E também a utilização de remuneração baseada em ações, afetando positivamente o retorno sobre ativo total.

O quadro abaixo ilustra os resultados obtidos neste trabalho em comparação com as referências literárias que foram base do estudo.

Quadro 4: Síntese dos Resultados

| Relação de Estudo                                           | Conclusões Anteriores                                                                                                                                                                                                                                                   | Resultados.                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Dividendos e Concentração                                   | <p><b>Relação Positiva:</b> Dalmacio e Corrar (2007); Fonteles et al. (2012) e Reyna (2017)</p> <p><b>Relação Negativa:</b> Mota e Eis Junior (2007); Hanh et al. (2010) e Gonzáles et al. (2017)</p>                                                                   | Os nossos achados não foram estatisticamente significantes em todas as <i>proxies</i> de dividendos, além de inversa em alguns casos. Assim não podemos auferir nenhum tipo de relação.                        |
| Dividendos e Identidade do Controlador                      | <p><b>Relação Individual:</b> Gonzáles et al. (2017) e Reyna (2017)</p> <p><b>Relação Familiar:</b> Gonzáles et al. (2014)</p> <p><b>Relação Institucional:</b> firth et al. (2016) e De la Hoz e Pombo (2016)</p> <p><b>Relação Estado:</b> Kouki e Guizani (2009)</p> | Os resultados obtidos mostram uma relação com os institucionais em apenas uma das medidas de dividendos. Assim, este estudo, nada pode afirmar sobre as identidades dos acionistas e a distribuição de lucros. |
| Dividendos e Controlador oriundo de país <i>comooom law</i> | <p><b>Com relação:</b> La porta et al. (200) e Truong e Heaney (2007)</p> <p><b>Sem Relação:</b> Gonzáles et al. (2017)</p>                                                                                                                                             | Esta pesquisa não apontou nenhuma associação entre os dividendos e o regime jurídico do país de origem do acionistas.                                                                                          |
| Remuneração média e Desempenho                              | <p><b>Relação Positiva:</b> Krauter (2013) e De Souza et al (2013)</p> <p><b>Sem Relação:</b> Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013)</p>                                                                                                                                  | os resultados indicam que a atribuição de maiores valores remuneração média aos gestores não gera necessariamente um aumento do desempenho da organização.                                                     |
| Incentivo financeiro e Desempenho                           | <b>Relação Positiva:</b> Krauter (2013); Gonzaga et al (2013)                                                                                                                                                                                                           | Os resultados do trabalho vão ao encontro aos estudos que mostraram                                                                                                                                            |

|                                          |                                                                                                       |                                                                                       |
|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|                                          | <b>Sem Relação:</b> Bebchuk e Fried (2005); Conion e He (2011) e Carvalhal da Silva e Yi Chien (2013) | uma relação positiva entre incentivo por remuneração variável e desempenho financeiro |
| Remuneração Baseada em ação e Desempenho | <b>Relação Positiva:</b> Tang (2012) e Rizzati, De Souza e Borba (2018)                               | Nossos achados corroboram com os estudos que base encontrada na construção teórica.   |

Após as análises feitas nos capítulos anteriores, ficam notórios os conflitos existentes nas companhias brasileiras e as tentativas de mitigar os custos através de planos estratégicos. Se por um lado, obtive pouca robustez para afirmar que a distribuição de dividendos é capaz de reduzir estes custos no Brasil. O segundo estudo mostra que no geral, mecanismos de remuneração estão atrelados a melhores desempenhos financeiros.

Por fim, ficam expostos algumas limitações do estudo, como a má divulgação de informação, tanto por parte das empresas quanto da B3 e dificuldades com coleta de dados, mesmo com a ajuda de alguns softwares. Para pesquisas futuras, pretende-se atribuir outros aspectos da governança corporativa e um exame mais profundo dos dados coletado.

## REFERÊNCIAS.

- AGUIAR, A. B. DE et al. Associação entre sistema de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 40–54, 2012.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. DO. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 6–27, 2009.  
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300002>
- AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. **Journal of Financial Research**, Tempe, v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003.  
<https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- ANDRIOSOPOULOS, Dimitris; LASFER, Meziane. The market valuation of share repurchases in Europe. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 55, p. 327-339, 2015.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.017>
- BADENHORST, Wessel M. Tax preferences, dividends and lobbying for maximum value. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, Durbanville, v. 20, n. 1, p. 1-10, 2017.
- BAKER, H. Kent; WEIGAND, Rob. Corporate dividend policy revisited. **Managerial Finance**, v. 41, n. 2, p. 126-144, 2015. **Managerial Finance**, Bradford, v. 41, n. 2, p. 126–144, 2015.  
<https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- BAKER, Malcolm P.; MENDEL, Brock; WURGLER, Jeffrey A. Dividends as reference points: a behavioral signaling approach (January 22, 2015). **Review of Financial Studies**, New York. Jan 22, 2015. NYU Working Paper No. 2451/31372.
- BALTAGI, Badi. **Econometric analysis of panel data**. John Wiley & Sons, 2008.
- BARBIERI, Natália Bordin. Estimação robusta para o modelo de regressão logística. 2012.
- BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G.; SHEEHAN, Dennis P. Dividends and corporate shareholders. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 22, n. 6, p. 2423-2455, 2008.
- BARROS, P.; CARVALHAL, A. Do firms controlled by private equity pay higher executive compensation? **Corporate Ownership and Control**, Sumy, v. 12, n. 4CONT3, p. 364–370, 2015.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Pay without Performance: Overview of the issues. **Academy of Management Perspectives**, Briarcliff Manor, v. 20, p. 5–24, 2005.



BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 17, n. 3, p. 71–92, 2003.  
<https://doi.org/10.1257/089533003769204362>

BECKER, Bo; JACOB, Marcus; JACOB, Martin. Payout taxes and the allocation of investment. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 107, n. 1, p. 1-24, 2013.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.003>

BENAVIDES, Julian; BERGGRUN, Luis; PERAFAN, Hector. Dividend payout policies: Evidence from Latin America. **Finance Research Letters**, Amsterdam, v. 17, p. 197-210, 2016.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>

BERLE, Adolph; MEANS, Gardiner. Private property and the modern corporation. **New York**: Mac-Millan, 1932.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). Trajetória da construção de um trabalho monográfico em contabilidade. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**, São Paulo: Atlas, 2003. v. 2.

BEZERRA, Pedro Correia Santos et al. Estrutura de propriedade, conselho de administração e disclosure voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 25-46, 2015.

BHATTACHARYA, Sudipto. The bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, New York, v. 10, n. 1, p. 259-70, 1979.

BIRD, Andrew. Taxation and executive compensation: Evidence from stock options. **Journal of financial Economics**, Lousanne, v. 127, p. 285 – 302. 2018

BOONE, Audra L.; WHITE, Joshua T. The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 117, n. 3, p. 508-533, 2015.

BØHREN, Øyvind; JOSEFSEN, Morten G.; STEEN, Pål E. Stakeholder conflicts and dividend policy. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 36, n. 10, p. 2852-2864, 2012.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.06.007>

BORISOVA, Ginka et al. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 36, n. 11, p. 2917-2934, 2012.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.008>

BORTOLON, Patrícia M.; LEAL, Ricardo P. Câmara. Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, New York, v. 20, p. 89-108, 2014.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.06.003>

BRAGA, C. D.; LIMA, R. E. DE; DIAS, C. G. A. Teoria da agência e os recursos humanos nas organizações. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 33., 2007. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007 n. 1995, p. 1–16.

BYRNE, Julie; O'CONNOR, Thomas. Creditor rights, culture and dividend payout policy. **Journal of multinational financial management**, v. 39, p. 60-77, 2017.  
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.12.002>

BULAN, Laarni T.; SUBRAMANIAN, Narayanan. The Firm Life Cycle Theory of Dividend. In: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. p. 201–247 2013.

BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. **Journal of Financial intermediation**, San Diego, v. 15, n. 1, p. 1-31, 2006.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.  
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 41-55. 2003. Disponível em:  
<[https://www.academia.edu/29219832/Teoria\\_e\\_evid%C3%Aancia\\_da\\_efici%C3%Aancia\\_informacional\\_do\\_mercado\\_de\\_capitais\\_brasileiro](https://www.academia.edu/29219832/Teoria_e_evid%C3%Aancia_da_efici%C3%Aancia_informacional_do_mercado_de_capitais_brasileiro)>. Acesso em: 30 out. 2018.

CARLON, D. M.; DOWNS, A. A.; WERT-GRAY, S. Statistics as Fetishes The Case of Financial Performance Measures and Executive Compensation. **Organizational Research Methods**, Thousand Oaks, v. 9, n. 4, p. 475–490, 2006.  
<https://doi.org/10.1177/1094428106291056>

CARNIER, T. Capital de risco: oportunidade para empreendedores, um mercado crescente para elevar o lucro das carteiras. **Revista da Bovespa**, 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, Andre; LEAL, Ricardo. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Frontiers in Finance and Economics**, Levallois-Perret, v. 1, n. 1, p. 1-16, 2004.

CARVALHAL DA SILVA, Andre Luiz; YI CHIEN, Alisson Chen. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, 2013.

CHONG, Alberto; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio. Overview: corporate governance in Latin America. In: **Investor protection and corporate governance: firm-level evidence across Latin America**. 2007. p. 1-84,

CHUNG, Richard; FIRTH, Michael; KIM, Jeong-Bon. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 8, n. 1, p. 29-48, 2002.  
[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00039-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00039-6)

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>

CONYON, M. J.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, 2011.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; LIMA, Gerlando Augusto Franco Sampaio. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, DF, v. 6, n. 2, p. 154-169 abr./jun. 2012.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; PINHEIRO, Bruno Goes. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2015.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; DANTAS, Manuela Moura; OLIVEIRA, Rafael Fernandes da Silva de . Análise do comportamento decisório de profissionais de contabilidade sob a perspectiva da racionalidade limitada: um estudo sobre os impactos da teoria dos prospectos e das heurísticas de julgamento. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 4, n. 1, p. 1-16, 2012.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 1, n. 1, p. 17-30, 2007.

DALMACIO, Flavia Zoboli; REZENDE, Amaury Jose; SLOMSKI, Valmor. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 3, p. 06-23, 2009.

DAHLQUIST, Magnus; ROBERTSSON, Göran. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 59, n. 3, p. 413-440, 2001.

DE ARRUDA, Giovana Silva; MADRUGA, Sergio Rossi; DE FREITAS JUNIOR, Ney Izaguirry. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2008.

DE CESARI, Amedeo. Expropriation of minority shareholders and payout policy. **The British Accounting Review**, Portsmouth, v. 44, n. 4, p. 207-220, 2012.

<https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.09.002>

PIETRO NETO, José; DECOURT, Roberto Frota; GALLI, Oscar Claudino. Proventos: a teoria da sinalização: variações de mercado. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 10, n. 4, p. 150-168, out./dez. 2011.

CORREIA, Thamirys de Sousa; MARTINS, Orleans Silva. Estrutura de propriedade e controle e assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 7, n. 2, p. 270-288, 2015.

DAMI, Anamélia Borges Tannus; ROGERS, Pablo; DE SOUSA RIBEIRO, Kárem Cristina. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus–Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, 2007.

DE SOUZA, Paulo Vitor Souza de; CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Simone Silva da Cunha. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **REAd: revista eletrônica de administração**, Porto Alegre, v. 23, p. 4-28, 2017.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda. Payout policy pedagogy: what matters and why. **European Financial Management**, Hoboken, v. 13, n. 1, p. 11-27, 2007.  
<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00283.x>

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; STULZ, René M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 81, n. 2, p. 227-254, 2006.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs (the payout decision-making process of Brazilian listed companies: A CFO survey). **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 461, 2012.

DENIS, David; STEPANYAN, Gohar. Factors Influencing Dividends. In: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009, p. 55-68.

DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.

DESAI, Chintal A.; NGUYEN, Khoa H. What explains the change in a firm's idiosyncratic volatility after a dividend initiation?. **Managerial Finance**, Bradford, v. 41, n. 11, p. 1138-1158, 2015.  
<https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0066>

DE-LA-HOZ, Maria Camila; POMBO, Carlos. Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, New York, v. 26, p. 197-221, 2016.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>

DO NASCIMENTO, Cristiano; FRANCO, Luciane Maria Gonçalves; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 22-36, 2012.

DOS SANTOS, Jos ete Florencio dos; GALV AO, K ecia da Silveira. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 18, n. 1, p. 52-69, 2015.

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

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

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Homogeneous groups and the testing of economic hypotheses. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 4, n. 5, p. 581-602, 1970.

<https://doi.org/10.2307/2330115>

FAIRCHILD, Richard; GUNAY, Yilmaz; THANATAWEE, Yordying. Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. **International Review of Financial Analysis**, Amsterdam, v. 31, p. 129-151, 2014.

<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.006>

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

[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Organizational forms and investment decisions. **The economic nature of the firm**, p. 336-344, 1996.

FARINHA, Jorge. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 30, n. 9-10, p. 1173-1209, 2003.

F  VERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, 2013.

FERREIRA, Miguel A.; MATOS, Pedro. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 88, n. 3, p. 499-533, 2008.

FERNANDES, Francisco Carlos; MAZZIONI, Sady. A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.

FILBECK, Greg; MULLINEAUX, Donald J. Agency costs and dividend payments: The case of bank holding companies. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Champaign, v. 39, n. 3, p. 409-418, 1999.

FIRTH, M. et al. The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway. **Managerial and Decision Economics**, Chichester, v. 17, n. 3, p. 291-301, 1996.

[https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1468\(199605\)17:3<291::AID-MDE752>3.0.CO;2-X](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1468(199605)17:3<291::AID-MDE752>3.0.CO;2-X)

FIRTH, Michael et al. Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 65, p. 91-107, 2016.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.009>

FLORIANI, Dinorá Elite et al. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

FLOYD, Eric; LI, Nan; SKINNER, Douglas J. Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 118, n. 2, p. 299-316, 2015.

FRANKFURTER, George M.; WOOD JR, Bob G. Dividend policy theories and their empirical tests. **International Review of Financial Analysis**, Amsterdam, v. 11, n. 2, p. 111-138, 2002.  
[https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(02\)00071-6](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(02)00071-6)

FONTELES, Islane Vidal et al. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2013.

FORTI, Cristiano Augusto Borges et al. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GHOSHAL, Sumantra. Bad management theories are destroying good management practices. **Academy of Management Learning & Education**, New York, v. 4, n. 1, p. 75-91, 2005.

GOMES DIAS, António Carlos; DUARTE NEVES, Maria Elisabete. Estrutura de propriedade e incentivos de catering para os dividendos nos países da zona euro. **Contabilidad y Negocios**, Lima, v. 9, n. 17, 2014.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; YOSHINAGA, Claudia Emiko; JUNIOR, William Eid. Relação Entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 24, n. 3, p. 103-118, 2014.

GONZÁLEZ, Maximiliano et al. Family involvement and dividend policy in closely held firms. **Family Business Review**, Thousand Oaks, v. 27, n. 4, p. 365-385, 2014.

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

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 41, n.2, p. 99-105, 1959.  
<https://doi.org/10.2307/1927792>

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GRAFF, Michael. Law and finance: Common law and civil law countries compared: an empirical critique. **Economica**, London, v. 75, n. 297, p. 60-83, 2008.

GRINSTEIN, Yaniv; MICHAELY, Roni. Institutional holdings and payout policy. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, 2005.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00765.x>

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**, New York, p. 42-64, 1980.

GRYGLEWICZ, Sebastian. A theory of corporate financial decisions with liquidity and solvency concerns. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 99, n. 2, p. 365-384, 2011.

GUERREIRO, Reinaldo. Um modelo de sistema de informação contábil para mensuração do desempenho econômico das atividades empresariais. **Caderno de Estudos**, São Paulo, n. 4, p. 01-19, 1992.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2011.

HAMILL, Philip A.; AL-SHATTARAT, Wasim. What Determines the Dividend Payout Ratio for Jordanian Industrial Firms? **Journal of Emerging Market Finance**, Sri City, v. 11, n. 2, p. 161-188, 2012.

HAHN, Aucilene Vasconcelos et al. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

<https://doi.org/10.1016/j.jjie.2017.02.002>

HASEGAWA, Nobuhisa; KIM, Hyonok; YASUDA, Yukihiro. The adoption of stock option plans and their effects on firm performance during Japan's period of corporate governance reform. **Journal of the Japanese and International Economies**, Duluth, v. 44, p. 13-25, 2017.

HOBERG, Gerard; PHILLIPS, Gordon; PRABHALA, Nagpurnanand. Product market threats, payouts, and financial flexibility. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 69, n. 1, p. 293-324, 2014.

<https://doi.org/10.1111/jofi.12050>

HODGKINSON, Lynn; PARTINGTON, Graham. Capital gains tax, managed funds and the value of dividends: The case of New Zealand. **The British Accounting Review**, Portsmouth, v. 45, n. 4, p. 271-283, 2013.

<https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.06.005>

HOLANDA, Allan Pinheiro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **RAE: revista de administração de empresas**, São Paulo, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.



HUANG, Wei; PAUL, Donna L. Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Champaign, v. 64, p. 152-161, 2017.

<https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.06.008>

JAIN, Ravi. Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases. **Journal of Economics and Business**, Philadelphia, v. 59, n. 5, p. 406-429, 2007.

<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.004>

JAVAKHADZE, David; FERRIS, Stephen P.; SEN, Nilanjan. An international analysis of dividend smoothing. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 29, p. 200-220, 2014.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.007>

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

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

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

JENSEN, Michael C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives: it's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, Boston, v. 68, n. 3, p. 138-153. May/June 1990a.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, n. 2, p. 225-264, Apr. 1990b.

<https://doi.org/10.1086/261677>

KALAY, A.; LEMMON, M. Payout policy. In: ECKBO, B.E. **Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance**. USA: North Holland publications, 2008. p. 4-57.

KARPAVIČIUS, Sigitas; YU, Fan. How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. **International Review of Economics & Finance**, Greenwich, v. 52, p. 127-146, 2017.

<https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.016>

KHAN, Tehmina. Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. **The Economic Journal**, Hoboken, v. 116, n. 510, p. C172-C189, 2006.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2006.01082.x>

KONRAHT, Jonatan Marlon et al. Remuneração variável, um estudo da relação com indicadores financeiros das companhias abertas brasileiras. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: investigación y reflexión**, Bogotá, v. 26, n. 1, p. 209-224, 2018.

KRAUTER, Elizabeth. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, DF, v. 7, n. 3, 2013.



KOUKI, Mondher; GUIZANI, Moncef. Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market. **European Journal of Scientific Research**, Victoria, v. 25, n. 1, p. 42-53, 2009.

KUO, Jing-Ming; PHILIP, Dennis; ZHANG, Qingjing. What drives the disappearing dividends phenomenon?. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 37, n. 9, p. 3499-3514, 2013.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.05.003>

LA PORTA, RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

LA PORTA, Rafael et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

LAMBERT, Richard A. Agency theory and management accounting. **Handbooks of Management Accounting Research**, Amsterdam, v. 1, p. 247-268, 2006.

[https://doi.org/10.1016/S1751-3243\(06\)01008-X](https://doi.org/10.1016/S1751-3243(06)01008-X)

LEARY, Mark T.; MICHAELY, Roni. Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 24, n. 10, p. 3197-3249, 2011.

<https://doi.org/10.1093/rfs/hhr072>

LEITE, Maurício; BAMBINO, Antônio Carlos; HEIN, Nelson. Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 7, n. 1, p. 205-221, 2017

<https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221>

LEPETIT, Laetitia; MESLIER, Celine; WARDHANA, Leo Indra. Reducing agency conflicts through bank dividend payout decisions: the role of opacity and ownership structure. **Applied Economics**, London, v. 49, n. 49, p. 4999-5026, 2017.

<https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1296556>

LIN, Tsui-Jung; CHEN, Yi-Pei; TSAI, Han-Fang. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, Amsterdam, v. 20, p. 1-12, 2017.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.008>

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, Nashville, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

MAAS, Cora JM; HOX, Joop J. Robustness issues in multilevel regression analysis. **Statistica Neerlandica**, v. 58, n. 2, p. 127-137, 2004.

<https://doi.org/10.1046/j.0039-0402.2003.00252.x>

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **RAE: revista de administração de empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MAURY, Benjamin; PAJUSTE, Anete. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1813-1834, 2005.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>

MEHRAN, H.; CARROLL, W. E. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of financial economics**, Lausanne, v. 38, n. 2, p. 163–184, 1995.

MERINO, E.; BANEGAS, R. Corporate governance issues and director compensation structure in Spanish companies. **African Journal of Business Management**, Lagos, v. 5, n. 22, p. 9164–9179, 2011.

MICHAELY, Roni; ROBERTS, Michael R. The Dividend Policies of Private Firms: Insights into Smoothing, Agency Costs, and Information Asymmetry. **RODNEY L WHITE CENTER FOR FINANCIAL RESEARCH-WORKING PAPERS-**, v. 18, 2006.

MICHAYLUK, David; NEUHAUSER, Karyn; WALKER, Scott. Are all dividends created equal? Australian evidence using dividend-increase track records. **Accounting & Finance**, Carlton, Oct. 2017.

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

MILLER, Merton H.; ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

MISHRA, Anil V.; RATTI, Ronald A. Home bias and cross border taxation. **Journal of International Money and Finance**, Amsterdam, v. 32, p. 169-193, 2013.  
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.04.004>

MIRANDA, K. F.; TOMÉ, W. C.; GALLON, A. V. Evidenciação da Remuneração Variável nas Melhores Empresas para se Trabalhar Listadas na BM&FBovespa: um Estudo à Luz dos CPCs 10 e 33. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 51, p. 35–47, 2011.

MITON, S.B. Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs?. **Business and Society Review**. v. 110, n. 2, p. 171-180, 2004

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 20, p. 293-315, 1988.

MOTA, D. C.; JUNIOR, EID JUNIOR, W. Dividendos, Juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007

MUELLER, Dennis C. A life cycle theory of the firm. **The Journal of Industrial Economics**, Oxford, v. 20, n. 3 p. 199-219, 1972.

MUKHERJEE, Tarun. Agency Costs and the Free Cash Flow Hypothesis. *Em*: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. p. 127 - 144.

MULYANI, Evy; SINGH, Harinder; MISHRA, Sagarika. Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Amsterdam, v. 43, p. 16-29, 2016.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, Amsterdam, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

NAKAMURA, Wilson Toshiro et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NOHEL, Tom; TARHAN, Vefa. Share repurchases and firm performance:: new evidence on the agency costs of free cash flow1. **Journal of Financial Economics**, Lousanne, v. 49, n. 2, p. 187-222, 1998.

NORTH, Douglass Cecil; HART, Elizabete. **Custos de transação, instituições e desempenho econômico**. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 2006.

OLIVEIRA NETO, Joaquim Francisco; MOREIRA, Rafael Lacerda; BARBOSA NETO, João Estevão. Agency theory: A study about scientific research in Brazilian journals. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 7, n. 3, p. 379-396, set./dez. 2017.

OZKAN, Neslihan. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 5, p. 349-364, 2007.  
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.08.002>

PEIXOTO, Fernanda Maciel; BUCCINI, Aline Rabelo Assis. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.  
<https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>

PEPPER, Alexander; GORE, Julie. Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. **Journal of Management**, Stillwater, v. 41, n. 4, p. 1045-1068, 2015.

POLITELO, Leandro et al. Propriedade familiar e remuneração baseada em ações da diretoria das empresas brasileiras. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 6, n. 1, p. 183-201, 2014.

POTIN, Samuel et al. Análise da Relação de Dependência entre Proxies de Governança Corporativa, Planejamento Tributário e Retorno sobre Ativos das Empresas da BM&FBOVESPA. **Revista Organizações em Contexto**, v. 12, n. 23, p. 455-478, 2016.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo dos Santos. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais. **Revista Brasileira de Finanças**, Ribeirão Preto, v. 1, n. 2, p. 217-242, 2003.

REDDING, Lee S. Firm size and dividend payouts. **Journal of Financial Intermediation**, San Diego, v. 6, n. 3, p. 224-248, 1997.  
<https://doi.org/10.1006/jfin.1997.0221>

RENNEBOOG, Luc; TROJANOWSKI, Grzegorz. Patterns in payout policy and payout channel choice. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 35, n. 6, p. 1477-1490, 2011.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.028>

ROOIJ, Margot de; RENNEBOOG, Luc. The catering theory of dividends. In: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009 p. 215-238.

REYNA, Juan Manuel San Martín. Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. **Contaduría y Administración**, México, v. 62, n. 4, p. 1199-1213, 2017.  
<https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>

RISSATTI, Jean Carlo; DE SOUZA, João Antônio Salvador; BORBA, Jose Alonso. O que informam os formulários de referência sobre as características e remuneração de executivos?. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 2018.

ROZEFF, Michael S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.  
<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>

SAADI, Samir; DUTTA, Shatan U. Taxes and Clientele Effects. In: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. p. 127 - 144.

SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as empresas fecham o capital no Brasil?. **Brazilian Review of Finance**, Ribeirão Preto, v. 13, n. 2, p. 200-250, 2015.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.  
<https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200007>

SANTORO, Marika; WEI, Chao. A note on the impact of progressive dividend taxation on investment decisions. **Macroeconomic Dynamics**, New York, v. 16, n. 2, p. 309-319, 2012. <https://doi.org/10.1017/S1365100509990964>

SCHAFER, Joice Denise et al. REMUNERAÇÃO VARIÁVEL BASEADA NO PAGAMENTO DE AÇÕES: UM ESTUDO DE EVIDENCIAÇÃO DAS INFORMAÇÕES REQUERIDAS PELO CPC 10 (R1) APLICADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS/The variable remuneration based on actions payment: disclosure study of the information required b. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 14, n. 2, p. 737-768, 2015.

SHEFRIN, Hersh. Behavioral explanations of dividends. *In*: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. p. 179-199.

SHINOZAKI, Shinya; MORIYASU, Hiroshi; UCHIDA, Konari. Shareholder composition and managerial compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 51, n. 5, p. 1719-1738, 2016. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000636>

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of Finance**, Hoboken, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHORT, Helen; ZHANG, Hao; KEASEY, Kevin. The link between dividend policy and institutional ownership. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 8, n. 2, p. 105-122, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00030-X](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00030-X)

SIFFERT FILHO, N. F. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.5, nº 9. jun, 1998.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.

SMITH, David M. Residual Dividend Policy. *In*: BAKER, H. Kent (Ed.). **Dividends and dividend policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. p. 115-126.

TANG, Chun-Hua. Revisiting the incentive effects of executive stock options. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 36, n. 2, p. 564-574, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.09.003>

TINOCO, P. P.; AFONSO, G.; ROSSI, S. Remuneração dos Executivos das Companhias Estatais e Privadas de Energia Elétrica com Maiores Ativos Listadas na BM & FBOVESPA. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, DF, v. 18 · n. 3 · p. 142-161 set./dez. 2015. 142.

TRUONG, Thanh; HEANEY, Richard. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Champaign, v. 47, n. 5, p. 667-687, 2007. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.00>

WANG, Ming-Hui et al. Dividend policy and the catering theory: evidence from the Taiwan Stock Exchange. **Managerial Finance**, Bradford, v. 42, n. 10, p. 999-1016, 2016.  
<https://doi.org/10.1016/j.adiaac.2011.08.003>

WANG, Xi; MANRY, David; WANDLER, Scott. The impact of government ownership on dividend policy in China. **Advances in Accounting**, Amsterdam, v. 27, n. 2, p. 366-372, 2011.

WATTS, Ross. The information content of dividends. **The Journal of Business**, Chicago, v. 46, n. 2, p. 191-211, 1973.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.

WOWAK, Adam J.; HAMBRICK, Donald C. A model of person-pay interaction: how executives vary in their responses to compensation arrangements. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 8, p. 803-821, 2010.