

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

REGIANE LOPES RODRIGUES

USP - Universidade de São Paulo
rlregianelopes@gmail.com

MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto - FEARP
marceloambrozini@yahoo.com.br

Área temática: Finanças

Tema: Governança, risco e compliance

Título do trabalho: Teoria de Agência, Política de Dividendos e Governança Corporativa: Evidências nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2000 a 2013

Resumo

O presente artigo teve como objetivo averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e se as melhores práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas aumentaram a proteção aos acionistas. Para atingir tal objetivo, foram realizadas estimações econométricas em painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA referentes ao período de 2000 a 2013. Como a variável dependente (Índice de *Payout*) apresenta dados censurados, aspecto pouco considerado na literatura sobre o tema, optou-se por utilizar o método *Tobit* em painel. As evidências encontradas sinalizam que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como um mecanismo para reduzir potenciais conflitos de agência entre controladores e minoritários. Os resultados também mostraram indícios de que o fraco *enforcement* das leis brasileiras não garante proteção aos acionistas.

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

Abstract

This study aimed to investigate whether the publicly traded Brazilian companies use the dividend policy as a reduction mechanism of agency conflicts between controlling and minority shareholders and whether the best corporate governance practices adopted by firms increased the protection to shareholders. To achieve this goal, were carried econometric estimations out in panel with information of 466 non-financial Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA for the period 2000-2013. As the dependent variable (Payout Index) is censored, aspect little considered in the literature on the subject, it was decided to use the Tobit method panel. The evidences indicate that the publicly traded Brazilian companies do not use the dividend policy as a mechanism to reduce potential agency conflicts between controlling and minority shareholders. The results also showed evidence that the weak enforcement of Brazilian laws do not guarantee protection to shareholders.

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

INTRODUÇÃO

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

De acordo com a literatura, estes conflitos podem ocorrer quando os gestores tomam decisões sobre as políticas de investimento, de financiamento e de dividendos da empresa. Devido ao desalinhamento de interesses entre as partes envolvidas na relação, os gestores podem, por exemplo, utilizar os recursos disponíveis da empresa de acordo com seus interesses pessoais, consumindo gratificações em excesso ou investindo em projetos duvidosos, entre outras ações (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984). Tais ações podem destruir o valor da empresa e, portanto, são contrárias aos interesses dos acionistas, os quais, por sua vez, visam à maximização de sua riqueza.

Nas empresas com estrutura de capital pulverizada o principal conflito de interesse ocorre entre os gestores e os acionistas. Já nas empresas onde há alta concentração da propriedade e do controle aliada à baixa proteção legal dos acionistas, situação encontrada nas empresas brasileiras, o principal conflito de agência dá-se entre os acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA, 2002). Nestas empresas o acionista controlador é um dos principais, mas, ao mesmo tempo, agente em relação aos acionistas minoritários.

Conforme a literatura, o pagamento de dividendos pode, pelo menos parcialmente, reduzir os conflitos de agência entre os agentes e os principais, uma vez que, ao reter uma menor proporção dos lucros, haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos agentes, reduzindo, assim, as oportunidades destes desperdiçarem recursos em projetos não lucrativos ou de outras maneiras não vantajosas para os principais (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; FAMA; FRENCH, 2001).

Outra maneira de reduzir os conflitos de agência em uma empresa é por meio de mecanismos de governança corporativa. De acordo com o “*outcome*” *agency model of dividends*, considera-se que empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Desse modo, os principais têm poder para pressionar os agentes a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004). Com a finalidade de incentivar boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, a BM&FBOVESPA criou, em dezembro de 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa (nível 1 e nível 2) e o Novo Mercado.

Neste contexto, o presente trabalho tem como objetivo verificar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários e se as melhores práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas aumentaram a proteção aos acionistas.

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

utilizada como *proxy* para conflitos de agência entre os acionistas (fluxo de caixa livre para os acionistas) é pouco explorada em estudos nacionais. As estimações serão realizadas para um painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2000 a 2013. Como a variável dependente (Índice de *Payout*) apresenta dados censurados, aspecto pouco considerado na literatura sobre o tema, será utilizado o método *Tobit* em painel.

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

1. REVISÃO DA LITERATURA

1.1 A relação entre Teoria de Agência e Política de Dividendos

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

Nas empresas tais conflitos podem surgir quando os gestores tomam decisões financeiras. Dentre essas decisões está a política de dividendos, que consiste, dentre outros fatores, em determinar o percentual do lucro líquido que será retido para o reinvestimento na própria organização e os volumes de recursos que serão pagos aos investidores (ROSS *et al.*, 2002). Quando os gestores decidem reter elevados percentuais do lucro podem surgir conflitos de agência, pois os administradores podem agir visando seus interesses pessoais e utilizar os fundos discricionários a sua disposição para consumir gratificações em excesso ou investir em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984). Tais ações podem destruir o valor da empresa e, portanto, são contrárias aos interesses dos acionistas.

Nas empresas com estrutura de capital pulverizada, o principal conflito de agência ocorre entre os acionistas e os administradores. Já nas empresas com alta concentração da propriedade e do controle e com baixa proteção legal dos acionistas, situação encontrada nas empresas brasileiras, o principal conflito de agência dá-se entre os acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA, 2002). Nestas empresas o acionista controlador é um dos principais, mas, ao mesmo tempo, agente em relação aos acionistas minoritários. Assim, em empresas onde um (ou poucos) acionista(s) tem o poder de influenciar o controle de uma firma, as decisões tomadas pela administração nem sempre estarão de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, mas sim em consonância ao atendimento dos propósitos dos acionistas controladores (LA PORTA *et al.*, 2000; CARVALHAL DA SILVA, 2002).

O conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários pode ser acentuado em empresas onde há a separação entre propriedade e controle por meio de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e com direito a voto (ações ordinárias), pois a existência de ambas as ações desvincula o direito a votos do direito sobre o fluxo de caixa. Na existência dessa desvinculação, o acionista controlador tem discricionariedade e incentivos para extrair benefícios privados do controle, uma vez que arca apenas com uma fração dos custos (dividendos que deixam de ser recebidos na proporção de seus direitos sobre o fluxo de

caixa), mas recebe todos os benefícios privados do controle que não são compartilhados pelos acionistas minoritários (GUGLER; YURTOGLU, 2003). A probabilidade de extração de benefícios privados do controle ocorre principalmente quando as empresas estão localizadas em países com fraca proteção legal (HARRIS; RAVIV, 1988).

No Brasil, a emissão de ações preferenciais, permitida pela legislação brasileira, viola a regra “uma ação – um voto” e possibilita que os direitos a voto dos acionistas controladores excedam consideravelmente os seus direitos sobre o fluxo de caixa, contribuindo para o aumento dos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA; BARROS, 2008). A fim de minimizar estes conflitos, as empresas podem aumentar sua distribuição de dividendos, pois ao pagar mais dividendos, os controladores retornariam os lucros da empresa aos acionistas e não seriam capazes de usarem esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000). Trabalhos nacionais analisaram a relação entre política de dividendos e conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras.

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

Bellato *et al.* (2006) investigaram a existência de uma relação entre o excesso de poder de voto detido pelo acionista controlador e a taxa de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto. Utilizando os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), efeitos aleatórios e efeitos fixos para um painel de 153 empresas no período de 1998 a 2003, os autores encontraram evidências de uma relação negativa entre o excesso de poder de voto detido pelo acionista controlador e a taxa de pagamento de dividendos.

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

Lima (2014) investigou a relação entre a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras de capital aberto e as suas respectivas estruturas de propriedade e controle. Utilizando as informações de 297 companhias abertas no período de 2005 a 2012 e o método *Tobit*, o autor encontrou evidências de que as empresas com estruturas de propriedade e de controle mais concentradas tendem a distribuir menos dividendos. Tais resultados confirmam a existência de conflitos entre acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras.

A revisão de literatura de trabalhos nacionais realizada nesta subseção mostrou que os estudos empíricos realizados nas empresas brasileiras de capital aberto não encontraram evidências conclusivas sobre a relação entre a política de dividendos e os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. No entanto, a reconciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos também pode ser realizada por meio de mecanismos de governança corporativa (BECHT; BOLTON; RÖEL, 2002). Na próxima subseção será discutido sobre governança corporativa e política de dividendos.

1.2 Governança Corporativa e Política de Dividendos

De acordo com a literatura, não existe uma única definição aceita para o termo governança corporativa. De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa visa minimizar a probabilidade de os gestores tomarem decisões que não maximizem a riqueza dos acionistas, servindo assim como um instrumento pelo qual os fornecedores de capital das empresas são assegurados do retorno de seus investimentos. Para La Porta *et al.* (2000), “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”.

A proteção aos acionistas de receberem os recursos investidos como, por exemplo, em forma de dividendos, determina sua disponibilidade em financiar uma empresa. Tal proteção deve ser proveniente de leis e da qualidade de *enforcement* das mesmas (LA PORTA *et al.*, 1998). La Porta *et al.* (2000) observaram que em países com maior proteção legal, os acionistas minoritários aceitam menores *payouts* de dividendos quando a empresa está em fase de crescimento e apresentam boas oportunidades de investimento, pois acreditam que poderão extrair dividendos elevados no futuro. Já em países com fraca proteção aos acionistas minoritários, estes preferem receber dividendo independentemente da empresa estar em fase de crescimento ou de maturidade. Tais resultados corroboram com a teoria de agência.

De acordo com Klapper e Love (2004), melhores práticas de governança corporativa mitiga a pobre proteção legal aos investidores, entretanto, elas não são um substituto perfeito para tal proteção, de modo que a melhoria do sistema legal continua sendo importante. No entanto, o sistema legal juntamente com práticas rigorosas de governança corporativa tenderia a assegurar que os investidores sejam recompensados pelos seus investimentos na empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; RIBEIRO *et al.*, 2013).

No Brasil, uma iniciativa para melhorar a governança corporativa das empresas foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela BM&BOVESPA em 2000. As empresas que se aderem a esses segmentos especiais se comprometem voluntariamente a boas práticas de governança corporativa e a divulgar informações ao mercado acima das exigências já impostas pela legislação brasileira. O grau de comprometimento assumido pela empresa difere entre os segmentos especiais.

Srouf (2005) realizou testes para a eficácia da adesão de firmas brasileiras, por meio de contratos privados, a condutas mais rígidas de governança. Utilizando os dados de balanços trimestrais de 171 empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1998 a 2000, o autor encontrou evidências de que as empresas que aderiram ao Novo Mercado já possuíam nesse período boas características em relação a sua conduta para distribuir recursos entre seus acionistas minoritários.

Moreiras, Filho e Garcia (2012) testaram os efeitos da criação de segmentos com níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA sobre a assimetria de informação entre empresas e investidores. Utilizando uma amostra composta por 354 empresas de capital aberto no período de 2000 a 2008, os autores observaram que as empresas brasileiras listadas no Novo Mercado pagam mais dividendos e juros sobre capital próprio comparado às empresas do chamado mercado tradicional.

Já Ribeiro *et al.* (2013) não encontraram relação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e política de dividendos nas empresas brasileiras. Usando dados de companhias brasileiras de capital aberto no ano 2011 e um modelo de regressão multivariado, os autores encontraram evidências de que não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e política de distribuição de dividendos nessas empresas.

Contudo, a revisão de literatura mostrou que os estudos empíricos realizados em empresas brasileiras de capital aberto não encontraram evidências definitivas sobre a relação entre política de dividendos e conflitos de agência entre os acionistas controladores e

minoritários. Além da indefinição desta relação, também não está claro se melhores práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras contribuem para o aumento da proteção aos acionistas. Com base nessa lacuna, o presente trabalho tem como objetivo analisar se as empresas brasileiras utilizam a política de dividendos para minimizar potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários e se a adoção de melhores práticas de governança corporativa aumenta a proteção aos acionistas.

2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para alcançar o objetivo proposto, serão realizados testes econométricos para um painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2000 a 2013. A análise inicia-se em 2000 em função de ser o ano no qual esta instituição criou os níveis diferenciados de governança corporativa; e encerra-se em 2013 por ser o ano mais recente com informações disponíveis no banco de dados Economática® referentes às demonstrações financeiras das empresas de capital aberto¹. Deve-se ressaltar que as companhias são consideradas na amostra somente nos períodos nos quais permaneceram abertas e há informações divulgadas. O modelo a ser estimado baseia-se na equação (1) abaixo.

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

Onde, $\text{Índice de Payout}_{it}$ = percentual do lucro líquido, da empresa i no ano t , diretamente distribuído aos acionistas a título de proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio); EDV_{it} = excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista da empresa i no ano t ; FCFE_{it} = fluxo de caixa livre para os acionistas da empresa i no ano t ; TMV_{it} = taxa média de crescimento das vendas nos três últimos anos da empresa i no ano t ; $\ln \text{AT}_{it}$ = logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t ; RENT_{it} = rentabilidade da empresa i no ano t ; AF_{it} = alavancagem financeira da empresa i no ano t ; GC_{it} = nível de governança corporativa que a empresa i está classificada na BM&FBOVESPA no ano t ; Setor_{it} = setor no qual a empresa i se enquadra no ano t ; Ano_t = *dummies* anuais; $\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro.

A variável dependente, portanto, é o *Índice de Payout*, que mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas de uma empresa. Utilizando a base de dados Economática, as informações sobre o lucro líquido do exercício foram coletadas na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) de cada empresa. Por sua vez, as informações sobre os dividendos propostos foram coletadas utilizando uma das seguintes fontes: (i) conta “Dividendos” apresentada na Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR); (ii) proventos e notícias, ambos disponíveis na base de dados Economática; (iii) proventos em dinheiro, disponível em Eventos Corporativos no *site* da BM&FBOVESPA; (iv) atas de reuniões da administração e comunicados ao mercado, ambos disponíveis em Informações Relevantes no *site* da BM&FBOVESPA.

Vale ressaltar que, neste trabalho, o termo “dividendos” refere-se aos dividendos propriamente ditos, mas também aos juros sobre o capital próprio (JSCP). Dado que ambos são formas de remuneração direta aos acionistas e a diferença entre eles é apenas uma questão fiscal, não é necessário realizar a discriminação entre JSCP e dividendos para a finalidade do estudo. Os dados sobre os dividendos não foram coletados na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) para minimizar distorções. Como a proposta de distribuição de dividendos relaciona-se à existência de lucro líquido, enquanto o pagamento dos dividendos propostos é

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

uma questão de caixa, os dividendos pagos em um exercício social podem estar relacionados aos dividendos propostos em exercícios anteriores, distorcendo, assim, a variável *Índice de Payout*.

Os dividendos podem ser calculados sobre o lucro líquido do exercício social corrente, ou ainda, sobre os lucros acumulados de exercícios anteriores. Neste trabalho, os dividendos propostos com base nos lucros acumulados foram considerados distribuição de lucros do exercício anterior e não do exercício social no qual a distribuição foi anunciada, seguindo o mesmo critério utilizado pela BM&FBOVESPA. Além disso, a empresa pode apresentar prejuízo em um determinado exercício social, mas distribuir dividendos utilizando suas reservas de lucros. Nestes casos, o valor distribuído na forma de dividendos foi alocado ao exercício social anterior mais próximo que apresentou lucro. Deve-se ressaltar que este procedimento foi tomado partindo do princípio que uma empresa só constitui reserva de lucros quando apresenta resultado positivo, sendo assim, quando a empresa distribui dividendos com base nas reservas de lucros, estas são provenientes de exercício social no qual a empresa obteve lucro líquido.

Em relação à variável dependente é importante destacar, ainda, que ela é censurada. Considerando que o pagamento de dividendos não assume valores negativos e que as empresas podem escolher ou não distribuí-los em um determinado exercício, há uma concentração de observações que assumem o valor zero. Na média, do total de observações para a variável *Índice de Payout* (4.469), 43% (1.908) foram igual a zero. Diante desta característica da variável dependente, optou-se pelo uso do método *Tobit* em painel. Assim, antes de prosseguir com a descrição das variáveis serão feitos comentários sobre o método.

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

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

Tais abordagens tradicionais devem considerar variáveis dependentes contínuas e com distribuições apropriadas. No entanto, há métodos que lidam com variáveis que não apresentam estas características. Se a variável dependente for censurada, uma opção adequada é o método *Tobit* em painel, caso contrário, a simples estimação por mínimos quadrados é inconsistente e enviesada. Já pelo *Tobit*, tais problemas são contornados por ser um método de estimação de máxima verossimilhança. A censura pode ocorrer quando a variável dependente é contínua, mas há concentração de observações em um ou mais limites, de modo que não são observados valores acima ou abaixo dos limites (o que é o caso do *Índice de Payout*), ou quando a variável assume o valor zero com probabilidade positiva, mas é uma variável aleatória contínua com valores estritamente positivos (WOOLDRIDGE, 2002a).

Realizadas estas considerações sobre o método, a atenção deve se voltar para as variáveis de maior interesse para o presente estudo: (i) excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (*EDV*), (ii) fluxo de caixa livre para os acionistas (*FCFE*) – utilizadas como *proxies* para potenciais conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários – e (iii) governança corporativa – utilizada como *proxy* para melhores práticas de governança corporativa.

Parte-se do pressuposto, fundamentado pela literatura, de que os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários podem ser acentuados em empresas nas quais há separação entre a propriedade e o controle por meio da emissão de ações preferenciais e ordinárias. Argumenta-se que a existência de ambas as ações desvincula o direito a votos do direito sobre o fluxo de caixa. Assim, a primeira *proxy* utilizada para mensurar o potencial conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários é a variável “excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista (*EDV*)”, que mede o desvio desses direitos em cada empresa. Esta variável, usada em trabalhos anteriores, como Srour (2005) e Peixoto e Buccini (2013), e é calculada pela razão entre as ações ordinárias (que dão direito a voto nas assembleias gerais da empresa) e as ações totais (direito sobre o fluxo de caixa) em posse do maior acionista.

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

H₁: quanto maior for o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista, maior seria o *Índice de Payout*.

Se as empresas utilizarem a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, a relação entre essas variáveis deve ser positiva.

A segunda *proxy* para mensurar o potencial conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários é a variável fluxo de caixa livre para os acionistas (*Free Cash Flow to Equity – FCFE*). Esta variável foi calculada reduzindo do lucro líquido os gastos líquidos de capital (gastos de capital – depreciação) e as alterações em capital de giro não monetário e somando as alterações líquidas nas dívidas (emissão de nova dívida – repagamentos de dívidas), conforme Damodaran (2007). O *FCFE* corresponde ao caixa disponível depois do pagamento de dívidas e das necessidades de reinvestimento na empresa. Na literatura sobre o tema, essa variável também é chamada de dividendos potenciais, pois sinaliza o fluxo de caixa que poderia ser pago como dividendos.

A decisão dos gestores (ou controladores) de reter elevada proporção dos recursos gerados internamente pode resultar em conflitos de agência, pois os gestores (ou controladores) podem agir visando seus interesses pessoais e utilizarem os recursos disponíveis da empresa (fluxo de caixa livre) consumindo gratificações em excesso ou investindo em projetos duvidosos (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984). Desse modo, o pagamento de dividendos pode contribuir, pelo menos parcialmente, para reduzir os conflitos de agência, pois, ao reter uma menor proporção dos lucros, haverá redução dos fundos discricionários à disposição dos gestores (ou controladores), reduzindo as oportunidades destes desperdiçarem dinheiro em projetos não lucrativos ou de outras

maneiras não vantajosas para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; FAMA; FRENCH, 2001).

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

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

Assim, se as empresas buscam atenuar conflitos de agência entre controladores e minoritários por meio da política de pagamento de dividendos, espera-se uma relação positiva entre o fluxo de caixa livre para os acionistas e o Índice de *Payout*.

A reconciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos pode ser realizada por meio de mecanismos de governança corporativa (GC). De acordo com a literatura, empresas com melhores práticas de governança corporativa oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Assim, os acionistas têm poder para pressionar os gestores a pagar dividendos mais elevados ao invés de utilizar o excedente de caixa em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000; MITTON, 2004).

Com o objetivo de incentivar melhores práticas de governança corporativa no Brasil, a BM&FBOVESPA criou, em 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1 e Nível 2) e o Novo Mercado. No presente estudo, utilizou-se a adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado como *proxy* para boas práticas de governança corporativa, pois são nesses segmentos de listagem que os comprometimentos assumidos pelas empresas se aproximam mais das orientações contidas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. As informações sobre os níveis de governança corporativa de cada empresa, em cada um dos anos analisados, foram solicitadas por e-mail a BM&FBOVESPA.

A fim de avaliar se a adoção de melhores práticas de governança corporativa aumenta a proteção aos acionistas. Será testada a seguinte hipótese:

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

Se melhores práticas de governança corporativa aumenta a proteção aos acionistas minoritários, espera-se uma relação positiva entre governança corporativa e índice de *payout*.

Fundamentando-se em trabalhos anteriores que discutem possíveis determinantes da política de pagamento de dividendos, serão inseridas variáveis de controle no modelo com o objetivo de averiguar com maior robustez o impacto das variáveis de interesse sobre tal política. Isto porque tais variáveis, se bem escolhidas, tendem a reduzir a correlação do erro com as variáveis de interesse, diminuindo o erro.

A primeira variável de controle é a taxa média de crescimento das vendas (*TMV*), uma *proxy* para oportunidades de crescimento da empresa, a qual foi calculada com base na receita líquida operacional da empresa nos últimos três anos. Myers e Majluf (1984) argumentam que as empresas com boas oportunidades de crescimento devem pagar dividendos mais baixos, pois o uso de recursos gerados internamente reduziria a necessidade de financiamento externo futuro. Lloyd *et al.* (1985), Fama e French (2001), Adjaoud e Ben-Amar (2010) encontraram evidências de uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e distribuição de dividendos.

A segunda variável de controle é o tamanho da empresa, a qual foi mensurada pelo logaritmo natural do ativo total da empresa (*ln AT*). Estudos anteriores observaram que o tamanho da empresa é uma importante variável com poder explicativo sobre o índice de *payout* de dividendos. Segundo Lloyd *et al.* (1985), empresas maiores são mais maduras e tem acesso mais fácil ao mercado de capitais, o que resulta em menor dependência dos fundos gerados internamente e permite maior índice de *payout* de dividendos. Lloyd *et al.* (1985),

Fama e French (2001), Srour (2005) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) observaram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos.

A terceira variável de controle é a rentabilidade (RENT), esta variável foi calculada dividindo o lucro operacional pelo passivo oneroso somado ao patrimônio líquido a valor de mercado. Fama e French (2001), Mitton (2004) e Harada e Nguyen (2006) encontraram evidências de que a rentabilidade afeta positivamente o pagamento de dividendos.

A quarta variável de controle é a alavancagem financeira, a qual foi mensurada dividindo o passivo oneroso pelo patrimônio líquido a valor de mercado. A contração de dívidas reduz os fundos de caixa livre (AGHION; BOLTON, 1992). Dessa forma, o aumento da dívida entre muitos credores reduz o incentivo para os gestores desviarem os fluxos de caixa para seu próprio benefício (BOLTON; SCHARFSTEIN, 1996). Gugler e Yurtoglu (2003), Srour (2005) e Harada e Nguyen (2006) encontraram evidências de uma relação negativa entre alavancagem financeira e distribuição de dividendos.

A quinta variável de controle é o setor no qual a empresa está inserida. As empresas que estão em setores caracterizados por novas oportunidades de investimentos, maiores necessidades de recursos e ciclos de giro com sazonalidades, podem utilizar os lucros gerados internamente para realizar o financiamento de seus negócios. Essa ação impactaria na política de distribuição dos proventos aos acionistas (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003). As empresas da amostra desta pesquisa foram classificadas entre seis setores de atividade econômica, sendo eles: Bebidas e Alimentos; Comércio; Energia Elétrica; Indústria; Serviços e Telecomunicações. O setor de energia elétrica é a base de comparação.

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

A fim de avaliar a robustez dos resultados, foram realizadas estimações para especificações alternativas. Na especificação I, foram utilizadas todas as variáveis que compõem o modelo descrito acima. Na especificação II, foi excluída a variável de interesse FCFE. Na especificação III, foram excluídas as variáveis de interesse EDV e GC. Na especificação IV, foram excluídas a variável de interesse EDV e as *dummies* setoriais. Na especificação V, foram excluídas apenas as *dummies* setoriais.

3. ANÁLISE DE RESULTADOS

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

Para tratar adequadamente os *outliers*, foi aplicado o processo de *winsorização*. Tal processo foi usado em estudos na área por Durnev e Kim (2005) e Silveira e Bellato (2006). As variáveis índice de *payout* e alavancagem financeira foram *winsorizadas* usando o limite superior de 99%, enquanto as variáveis fluxo de caixa livre para os acionistas, taxa média de crescimento das vendas e rentabilidade foram *winsorizadas* usando o limite inferior de 1% e o limite superior de 99%, assim todos os valores que estavam fora desse intervalo foram substituídos pelos limites superior ou inferior, respectivamente.

Para escolher o melhor método de estimação entre efeitos fixos e efeitos aleatórios, deve-se realizar o teste de *Hausman*. Neste teste a hipótese nula considera que o modelo adequado é o de efeitos aleatórios. No entanto, no presente estudo, a estimação do modelo será realizada por efeitos aleatórios sem a realização desse teste, pois não há estimador

condicional de β para o modelo *Tobit* de efeitos fixos e evidências sugerem que a estimativa incondicional do modelo *Tobit* de efeitos fixos gera estimadores viesados (GREENE, 2011).

Para escolher o melhor método de estimação entre a estimação por *Pooled* e a estimação por efeitos aleatórios, deve-se realizar o teste *Breusch-Pagan*. A hipótese nula deste teste é que não existe variância no erro proveniente do efeito específico ($\sigma_u = 0$). Portanto, caso esta hipótese não seja rejeitada, deve-se usar *Pooled*; no entanto, se a hipótese for rejeitada, o método de efeitos aleatórios é o mais adequado. Observa-se na Tabela 1 que o resultado do teste *Breusch-Pagan* rejeitou-se a hipótese nula, logo, o uso do modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. Sendo assim, o modelo exposto na seção anterior com foi estimado usando diferentes especificações pelo método *Tobit* em painel com efeitos aleatórios².

Tabela 1 – Teste *Breusch-Pagan*

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

A Tabela 2 apresenta os resultados das estimações do modelo utilizando diferentes especificações. Conforme discutido na seção anterior, empresas com diferença entre o direito a voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista tenderia a aumentar a distribuição de dividendos para minimizar esses conflitos de agência. No entanto, de acordo com os resultados expostos na Tabela 2, nota-se que a variável “excesso de direitos a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa” não foi estatisticamente significativa nas especificações I, II e V, nas quais foi inserida. Esse resultado rejeita H_1 e mostra indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. Silveira et al (2004) encontrou uma relação negativa não significativa estatisticamente entre o valor da companhia e a disparidade dos direitos a voto e sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores.

A fim de minimizar os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, as empresas poderiam aumentar o pagamento de dividendos, pois ao pagar dividendos, os gestores retornariam os lucros da empresa aos acionistas e não seriam capazes de usarem esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000). No entanto, de acordo com os resultados da especificação I na Tabela 2, a variável fluxo de caixa livre para os acionistas não foi estatisticamente significativa. Esse resultado rejeita H_2 , sugerindo que as empresas brasileiras de capital aberto não distribuem dividendos aos acionistas com o objetivo de reduzir os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

Nas especificações III, IV e V, a variável fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE) apresentou uma relação positiva com o índice de *payout* estatisticamente significativa. Este resultado estaria relacionado com indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para minimizar conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. No entanto, apesar da variável FCFE ser estatisticamente significativa nas especificações III, IV e V, nota-se, por meio dos efeitos marginais, que o impacto desta variável sobre o índice de *payout* foi praticamente nulo, ou seja, o aumento de R\$ 10 milhões na variável fluxo de caixa livre para os acionistas aumenta o índice de *payout* em 0,03 pontos percentuais. Por exemplo, se o FCFE aumentar de R\$ 10 milhões para R\$ 20 milhões, o índice de *payout* aumenta de 7,12% para 7,15%.

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

Tabela 2 – Resultados dos testes econométricos

Variáveis/ Especificações	I	II	III	IV	V
EDV	-0,0188 (0,0422)	-0,010989 (0,0415)			-0,0187 (0,0422)
FCFE	0,0003 (0,0002)		0,0003* (0,0002)	0,0003** (0,0002)	0,0003* (0,0002)
TMV	-0,1445** (0,0630)	-0,1016* (0,0573)	-0,1365** (0,0623)	-0,1338** (0,0623)	-0,1433** (0,0631)
ln AT	0,1784*** (0,0192)	0,1774*** (0,0186)	0,178*** (0,0190)	0,1873*** (0,0180)	0,1886*** (0,0182)
RENT	1,2308*** (0,1374)	1,2150*** (0,1300)	1,2499*** (0,1371)	1,2359*** (0,1371)	1,2176*** (0,1374)
AF	-0,0123*** (0,0027)	-0,0134*** (0,0027)	-0,0125*** (0,0027)	-0,0124*** (0,0027)	-0,0122*** (0,0027)
GC	0,0431 (0,0670)	0,0467 (0,0666)			0,0496 (0,0651)
d_bebal	-0,1686 (0,1525)	-0,2183 (0,1512)	-0,1524 (0,1516)		
d_com	-0,0062 (0,1689)	-0,0451 (0,1701)	0,0087 (0,1685)		
d_ind	-0,1106 (0,1055)	-0,1435 (0,1057)	-0,0958 (0,1048)		
d_serv	0,042 (0,1195)	0,0339 (0,1204)	0,0672 (0,1171)		
d_telec	0,105 (0,1559)	0,1175 (0,1571)	0,1089 (0,1556)		
d_01	-0,0886 (0,0753)	-0,1042 (0,0728)	-0,0967 (0,0764)	-0,095 (0,0743)	-0,088 (0,0754)
d_02	-0,3689*** (0,0773)	-0,3657*** (0,0728)	-0,3713*** (0,0764)	-0,3695*** (0,0764)	-0,3682*** (0,0774)
d_03	-0,1424* (0,0746)	-0,1633** (0,0742)	-0,1484** (0,0746)	-0,1476** (0,0746)	-0,1426* (0,0756)
d_04	-0,1049 (0,0745)	-0,1098 (0,0741)	-0,1078 (0,0737)	-0,1078 (0,0737)	-0,1065 (0,0746)
d_05	-0,0265 (0,0751)	-0,0323 (0,0745)	-0,0269 (0,0742)	-0,0275 (0,0742)	-0,0289 (0,0752)
d_06	-0,1173 (0,0770)	-0,1175 (0,0761)	-0,1055 (0,0760)	-0,1068 (0,0760)	-0,1205 (0,0770)
d_07	-0,0457 (0,0773)	-0,0570 (0,0759)	-0,0357 (0,0762)	-0,036 (0,0761)	-0,0489 (0,0774)
d_08	-0,2096*** (0,0800)	-0,2218*** (0,0758)	-0,1975** (0,0785)	-0,2013*** (0,0784)	-0,2165*** (0,0800)
d_09	-0,1390* (0,0800)	-0,1438* (0,0753)	-0,1248 (0,0784)	-0,1281 (0,0782)	-0,1459* (0,0800)
d_10	-0,1572* (0,0805)	-0,1633** (0,0772)	-0,1433* (0,0787)	-0,1465* (0,0784)	-0,1643** (0,0804)
d_11	-0,1497* (0,0820)	-0,1542* (0,0792)	-0,1325* (0,0800)	-0,1353* (0,0797)	-0,1566* (0,0820)
d_12	-0,2635*** (0,0833)	-0,2821*** (0,0812)	-0,2452*** (0,0812)	-0,2475*** (0,0807)	-0,2701*** (0,0832)
d_13	-0,2068** (0,0839)	-0,2111*** (0,0819)	-0,1872** (0,0815)	-0,1901** (0,0811)	-0,2143** (0,0839)
constante	- 2,3092 (0,3014)	- 2,3097 (0,2926)	- 2,3430 (0,2931)	- 2,5077 (0,2484)	- 2,5001 (0,2570)
Observações	3420	3897	3450	3450	3420

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

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

Assim, esse resultado confirma a rejeição de H_2 e sugere que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo para minimizar conflitos de Agência entre os acionistas controladores e minoritários. Poucos estudos nacionais consideraram a variável fluxo de caixa livre para os acionistas como *proxy* para conflitos de agência.

Nota-se na Tabela 2, que a variável governança corporativa não foi estatisticamente significativa nas especificações I, II e III, nas quais ela foi inserida. Este resultado rejeita H_3 e mostra indícios de que as empresas brasileiras de capital aberto com melhores práticas de governança corporativa não oferecem proteção mais forte aos seus acionistas. Tais evidências sugerem que o fraco *enforcement* das leis brasileiras não garante proteção aos acionistas.

Em relação às variáveis de controle, estas foram estatisticamente significantes, com exceção das *dummies* setoriais, em todas as especificações e apresentaram sinais de acordo com o sentido sugerido pela literatura e com as evidências empíricas de estudos anteriores. Observa-se na Tabela 2, que as *dummies* setoriais não foram estatisticamente significantes nas especificações I, II e III, nas quais elas foram inseridas. Esses resultados sugerem que o setor no qual a empresa atua não interfere na sua política de dividendos. Esta evidência também foi observada por Hahn et al. (2010).

Nota-se na Tabela 2 que a taxa média de crescimento das vendas (*proxy* para novas oportunidades de crescimento) impacta negativamente sobre o índice de *payout*. Conforme a especificação I, o aumento de 1 ponto percentual na taxa média de crescimento das vendas (TMV) reduz o índice de *payout* em 0,1445 pontos percentuais. Nas demais especificações, a magnitude do impacto da TMV sobre o índice de *payout* é muito próxima. Evidências de uma relação negativa entre a distribuição de dividendos e as novas oportunidades de crescimento da empresa também foram encontradas por Lloyd et al. (1985), Fama e French (2001) e Adjaoud e Bem-Amar (2010).

De acordo com a Tabela 2, a variável logaritmo natural do ativo total (tamanho) tem impacto positivo sobre o índice de *payout*. Segundo a especificação I, o aumento de uma unidade no logaritmo natural do ativo total aumenta o índice de *payout* em 17,84 pontos percentuais. Nas outras especificações, a grandeza do impacto do logaritmo natural do ativo total sobre o índice de *payout* é praticamente a mesma. Tais evidências vão ao encontro da influência do ciclo da empresa sobre o índice de *payout*, de acordo com a qual as empresas maiores são mais maduras e tem acesso mais fácil ao mercado de capitais, o que resulta em menor dependência dos fundos gerados internamente e permite maior índice de *payout* de dividendos (LLOYD et al., 1985). Evidências de uma relação positiva entre o tamanho e a distribuição de dividendos de uma empresa também foram observadas por Lloyd et al. (1985), Fama e French (2001), Srour (2005) e Adjaoud e Ben-Amar (2010).

A Tabela 2 mostra evidências de que a rentabilidade da empresa impacta positivamente sobre o índice de *payout*. Na especificação I, o aumento de um ponto percentual na rentabilidade da empresa aumenta o índice de *payout* em 1,23 pontos percentuais. Nas demais especificações, o tamanho do impacto da rentabilidade da firma sobre o índice de *payout* é bem semelhante. Fama e French (2001), Mitton (2004) e Harada e Nguyen (2006) também encontraram evidências de uma relação positiva entre a rentabilidade e a distribuição de dividendos.

Observa-se na Tabela 2 uma relação negativa entre alavancagem financeira e índice de *payout*. Essa constatação empírica vai ao encontro da lógica financeira de que, quanto maior o endividamento de uma empresa, maior é a parcela dos fluxos de caixa da empresa que são destinados ao pagamento de juros e do valor principal das dívidas, restando, assim, menos caixa para distribuir aos acionistas. Conforme a especificação I, o aumento de 0,1 ponto na alavancagem financeira reduz o índice de *payout* em 0,123 pontos percentuais. Nas outras especificações, a magnitude do impacto da alavancagem financeira sobre o índice de *payout* é

praticamente a mesma. Gugler e Yurtoglu (2003), Srour (2005), Harada e Nguyen (2006) também observaram uma relação negativa entre alavancagem financeira e distribuição de dividendos.

Assim como realizado por Harada e Nguyen (2006) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) foram incluídas *dummies* anuais ao modelo para controlar fatores econômicos e mudanças institucionais, ou, de forma geral, características não observadas variantes no tempo, mas que gerariam o mesmo efeito em todas as empresas. A base de comparação foi o ano de 2000. Nota-se, pela Tabela 2, que, na especificação I, o índice de *payout* no ano de 2000 foi maior, e estatisticamente significativo, que o índice de *payout* nos anos de 2002, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Essa diferença pode estar relacionada com a insegurança do mercado decorrente das eleições presidenciais realizadas no Brasil em 2002, e com a crise internacional em 2008.

Com base nos resultados conclui-se que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo para reduzir os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. Esses resultados são considerados robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção das *dummies* setoriais, foram estatisticamente significantes e apresentaram relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Os resultados também mostraram indícios de que o fraco *enforcement* das leis brasileiras não garante proteção aos acionistas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo averiguar se as empresas brasileiras de capital aberto utilizam a política de dividendos para reduzir os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e se as melhores práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas aumentaram a proteção aos acionistas. Para atingir tal objetivo, foram realizados testes econométricos para um modelo construído por variáveis de controle justificadas pela literatura, duas variáveis *proxies* para conflitos de agência e uma variável *proxy* para melhores práticas de governança corporativa. As estimações foram realizadas utilizando o método *Tobit* em painel com informações de 466 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA referentes ao período de 2000 a 2013.

Os resultados mostraram que as empresas brasileiras de capital aberto não utilizam a política de dividendos como mecanismo de redução dos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. Esses resultados são considerados robustos, uma vez que todas as variáveis de controle, com exceção das *dummies* de setores, foram estatisticamente significantes e apresentaram relações com o índice de *payout* conforme previsto pela literatura e de acordo com evidências empíricas encontradas em estudos anteriores. Os resultados também mostraram indícios de que o fraco *enforcement* das leis brasileiras não garante proteção aos acionistas.

Estudos futuros poderiam utilizar a variável concentração acionária indireta como *proxy* para conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários e utilizar o método econométrico *difference in differences* para uma análise mais criteriosa do efeito de melhores práticas de governança corporativa sobre a proteção aos acionistas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADJAUD, F.; BEN AMAR, W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n.5-6, p. 648-667, 2010.
- AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contracts approach to financial contracting. **Review of Economic Studies**, v. 59, p. 473-494, 1992.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FÁVERO, L. P. *et al.* Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2009.

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

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

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

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

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

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

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

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

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã, v. 10, n. 5, p. 703-728, Nov., 2004.

LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n.6, p. 1113–1155, 1998.

LA PORTA, R.; de SILANES, F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policy around the world. **The Journal of Finance**, v.55, p.1-33, 2000.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RIBEIRO, M. A. *et al.* Um estudo sobre a associação entre práticas de Governança Corporativa e políticas de dividendos no Brasil. In: **X SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA**, Outubro, Rio de Janeiro: 2013.

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

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

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

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

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

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

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia – RBE**, v. 59, n. 4, p. 635-674, out./dez. 2005.

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

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

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics**. Pioneira Thompson Learning, 20ª ed., 2002. (b)