

## **ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA EMPRESA BRASILEIRA**

**JOSÉ WELLINGTON BRANDÃO**

Universidade Federal do Ceará  
brandao\_93@hotmail.com

**VICENTE LIMA CRISÓSTOMO**

UFC  
vicentelc@gmail.com

CNPq

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA EMPRESA  
BRASILEIRA**

RESUMO

A decisão de pagar dividendos ainda é um tema que segue em debate. Diversos fatores têm sido propostos como capazes de explicar a política de dividendos, como, a rentabilidade, o dividendo, tamanho da empresa, alavancagem, e oportunidades de crescimento. Mais recentemente, a literatura tem explorado a interferência que a estrutura de propriedade pode ter sobre a distribuição de dividendos. Neste contexto, surgem as proposições como a da hipótese relacionada ao uso da política de dividendos como instrumento de controle da direção executiva, e a possível expropriação de acionistas minoritários por parte de controladores. Objetiva esta pesquisa avaliar, sob o marco teórico da Teoria da Agência, se há o uso da política de dividendos como instrumento de monitoração executiva ou de expropriação de acionistas minoritários no mercado brasileiro. A partir da estimação de um conjunto de modelos explicativos da política de dividendos os resultados indicam que a presença de um acionista majoritário tem um efeito negativo sobre a política de dividendos, em linha com a hipótese de expropriação. Outro resultado é o efeito positivo da presença de outra empresa não financeira, como acionista majoritário ou principal, sobre a distribuição de dividendos, o que está em sintonia com a hipótese de monitoramento.

Palavras chaves: Política de dividendos, Estrutura de Propriedade, Brasil.

ABSTRACT

The decision to pay dividends is still a subject that follows in debate. Several factors have been proposed as able to explain the dividend policy, such as profit / profitability prior dividend (maintaining the dividend policy), firm size, leverage, and growth opportunities. More recently, the literature has explored the interference that the ownership structure may have on the distribution of dividends. In this context arise propositions as the case related to the use of the dividend policy as an executive steering control instrument, and the possible expropriation of minority shareholders by the controlling. The objective of this research is to evaluate, under the theoretical framework of the Agency Theory, if there is the use of the dividend policy as executive monitoring instrument or expropriation of minority shareholders in the Brazilian market. From the estimation of a set of explanatory models of dividend policy the results indicate that the presence of a majority shareholder has a negative effect on the dividend policy, in line with the hypothesis of expropriation. Another important result is the positive effect of the presence of other non-financial company, as major or principal shareholder on the dividend distribution level, which is in line with the monitoring hypothesis.

Keywords: Dividend policy, Ownership structure, Brazil.

## **INTRODUÇÃO**

Dentre as diversas decisões que precisam ser tomadas, decisões financeiras têm um relevo especial devido aos efeitos que estas podem ter no valor da empresa e mesmo na sua continuidade. Neste grupo estão, por exemplo, decisões sobre a política de dividendos, a política de investimento e a política de financiamento.

Os conflitos de interesse entre propriedade e gestão e a necessidade de implementação de controles faz surgir custos que são de responsabilidade dos acionistas. A política de dividendos pode também ser um instrumento de controle, ou de monitoramento, da direção executiva. Ao adotar política de mais elevado pagamento de dividendos está-se reduzindo o fluxo de caixa livre em poder do gestor da empresa e assim minimizando a possibilidade de mal uso de recursos por parte do gestor de acordo com a Teoria do *Free Cash Flow*.

Ao adotar uma política de baixo pagamento de dividendos, a empresa pode estar beneficiando acionistas controladores, que têm outras formas de remuneração, em detrimento dos acionistas minoritários que são mais dependentes do retorno no formato de dividendos. A supramencionada argumentação está alinhada com as proposições que consideram uma associação entre a estrutura de propriedade e a política de dividendos. Aí está incluído um conjunto de características como a concentração da propriedade, a presença de um acionista majoritário, a propriedade interna, e até a natureza dos acionistas principais. A literatura tem encontrado evidência da influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e VISHNY, 2000; ROSS, WESFIELD e JAFFE, 2002; KHAN, 2006; LEE, 2010; HARADA e NGUYEN, 2011; HOLANDA e COELHO, 2012; BOHREN, JOSEFSEN e STEEN, 2012).

Sob o enfoque da Teoria da Agência, este trabalho objetiva verificar a possível influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos da empresa brasileira. A inserção da Estrutura de Propriedade como possível fator determinante da política de dividendos em empresas brasileiras agrega elemento importante para a literatura, notadamente em mercados emergentes nos quais esta literatura ainda é inicial.

Os resultados da pesquisa indicam que de fato, há um efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos da empresa brasileira. Observou-se um efeito negativo da presença de um acionista majoritário, que estaria alinhado à hipótese de expropriação de riqueza de acionistas minoritários. Por outro lado, a presença de outra empresa não financeira, como acionista principal ou majoritário, apresenta um efeito positivo no nível de pagamento de dividendos, sendo este um sinal de utilização da política de dividendos como ferramenta de monitoramento da direção executiva, buscando-se a redução de fluxo de caixa livre via pagamento de dividendos, em consonância com a hipótese de monitoramento.

Este artigo está estruturado em seis seções, sendo esta a primeira. Em seguida, apresenta-se o referencial teórico, abordando de forma preliminar as questões envolvendo a política de dividendos, e na sequência analisando as diversas teorias que abordam o pagamento de dividendos. A terceira seção trata o enquadramento metodológico e os procedimentos para a coleta e análise dos dados. Na quarta seção, são apresentados os resultados da pesquisa, seguida de uma seção com as considerações finais. Na sexta e última seção é apresentado a bibliografia utilizada na pesquisa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Política de Dividendos**

O pagamento de dividendos significa possibilitar aos acionistas um retorno sobre o capital investido, além dos ganhos de capital. A política de dividendos é um assunto bastante controverso, e diversos estudos têm tentado esclarecer quais fatores podem impactar nas decisões sobre a política de dividendos.

A questão de porque as empresas pagam dividendos, bem como dos possíveis fatores que influenciam a política de dividendos, tem merecido a atenção de pesquisas desde a metade do século passado em distintos mercados (LINTNER, 1956; MILLER e MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1959; CHAZI, BOUBAKRI e ZANELLA, 2011).

Muitos são os elementos utilizados para explicar as decisões que envolvem a política de dividendos das empresas. O lucro auferido, por exemplo, tem sido um dos elementos que se mostra muito recorrente (LINTNER, 1956; WAUD, 1966; FAMA e BABIAK, 1966 e SHORT, ZHANG e KEASEY, 2002). Na tentativa de explicar o comportamento das empresas, quanto à política de dividendos, muito se tem pesquisado, não havendo ainda respostas conclusivas.

## **2.2 Política de Dividendos no Brasil**

As especificidades de cada país podem contribuir para definição da política de dividendos das empresas. No Brasil, algumas particularidades tornam a política de dividendos um aspecto interessante de investigar. A queda da inflação, a partir de 1994, e o seu processo de pós-estabilização, somados ao crescimento da bolsa e a Governança Corporativa, formam quatro elementos, que Procianoy (2006) considera relevante para explicar a política de dividendos ao longo dos últimos anos no Brasil.

Com relação ao aspecto fiscal, a distribuição de dividendos no Brasil foi impactada de forma diferenciada em diversos períodos. Por exemplo, de 1989 a 1992 o imposto sobre o lucro líquido onerava o lucro da empresa independente do pagamento de dividendos. A partir de 1993 os dividendos passaram a ser isentos, mas entre 1994 e 1995 passaram a ser tributados com uma alíquota de 15% do imposto de renda. Finalmente, a partir de 1996 os dividendos passaram a ser isentos do imposto de renda (MARTINS e FAMÁ, 2012)

Segundo Martins e Famá (2012), a despeito de estudos sobre política de dividendos no ambiente internacional ocorrer desde a década de 50, no Brasil, o interesse só ocorreu a partir da década de 1990, motivado fortemente pela estabilidade econômica que o plano real proporcionou. A distribuição de dividendos, no Brasil, consta na Lei nº. 11.638 de 2007 e na Lei nº. 10.303 de 2001. Fica estabelecido que a distribuição de dividendos deverá ser obrigatoriamente de no mínimo 25% do lucro líquido, exceto se o estatuto da empresa estabelecer outra condição. No Brasil, foi estabelecido a partir de 1996 o pagamento de juros sobre o capital próprio, dedutível da base de cálculo do imposto de renda. De forma resumida, aqui no Brasil tributa-se o ganho de capital em 20%, os dividendos são isentos e os juros sobre capital próprio são tributados na fonte.

Martins e Famá (2012) revisaram a literatura sobre política de dividendos no Brasil, enfatizando os estudos empíricos realizados no período de 1990 até 2010, publicados nos principais periódicos nacionais de Administração, Contabilidade e Finanças ou disponíveis em anais dos principais congressos pertinentes ao assunto. Segundo os autores, os estudos sobre os dividendos no Brasil são recentes (com destaque a partir de 1990), diferente do exterior que vem pesquisando o tema desde 1950. A amostra compreende 39 trabalhos com variadas metodologias e períodos.

Dos diversos artigos analisados por Martins e Famá (2012) somente duas pesquisas focaram a relação entre estrutura de propriedade e política de dividendos, o que pode sugerir a realização de novos testes. Silva (2004), com observações de 2000, analisou os efeitos da estrutura de propriedade no valor da empresa, estrutura de capital e política de dividendos, verificando ainda se existe relação entre concentração de propriedade e política de dividendos (MARTINS; FAMÁ, 2012).

## **2.3 Hipóteses**

Sob o enfoque da Teoria da Agência a política de dividendos pode ser influenciada pela estrutura de propriedade de duas formas distintas como a literatura tem documentado

(HARADA e NGUYEN, 2011). Uma primeira possibilidade está relacionada com a utilização da política de dividendos como um mecanismo a mais que pode ser utilizado pelos acionistas para disciplinar, ou monitorar, a atividade da direção executiva (hipótese de monitoramento). Por outro lado, a literatura tem também abordado o conflito de interesse entre acionistas controladores e os minoritários. Neste contexto, a política mais restritiva de pagamento de dividendos pode ser vista como uma forma de prejuízo para os acionistas minoritários que têm nos dividendos sua principal fonte de remuneração (hipótese de expropriação).

### **2.3.1 Hipótese de Monitoramento da direção executiva**

Shleifer e Vishny (1986) verificaram que a concentração de propriedade contribui para o monitoramento das ações dos gestores uma vez que acionistas com maior poder estarão dispostos a arcar com os custos do controle, assim superando o problema do *free-rider*, característico de empresas com propriedade pouco concentrada nas quais acionistas com pouca proporção de propriedade têm pouco interesse em assumir custos de monitoramento para o benefício de todos. O sistema de governança corporativa é importante instrumento de controle da direção da empresa para evitar que os gestores incorram em risco moral, passando a priorizar seus interesses em detrimento dos acionistas. O possível efeito positivo da alta concentração de propriedade em função desta mais efetiva ação de monitoramento da atividade de gestão tem sido proposto na literatura (CLAESSENS e DJANKOV, 1999; DEMSETZ e LEHN, 1985).

A retenção de lucros, associada a uma política mais restritiva de dividendos, deve estar associada a uma política de investimento da empresa em projetos lucrativos (VPL positivo). Caso a empresa não disponha de boas oportunidades de crescimento, não haveria justificativa para a restrição na distribuição de dividendos. Em tal situação o pagamento de dividendos reduz o fluxo de caixa livre à disposição do diretor executivo, restringindo seu poder discricionário sobre o fluxo de caixa livre, limitando assim a ação dos gestores relacionada à eventual má utilização de tais recursos, reduzindo a possibilidade de que o gestor caia em risco moral e ocasione prejuízo para a empresa e acionistas. O sistema de governança corporativa deve ser capaz de coibir tais situações de má utilização de recursos pelo gestor. Há resultados que apontam que melhor qualidade do sistema de governança corporativa como também a melhor proteção de acionistas minoritários são fatores que contribuem para uma mais elevada distribuição de dividendos (LA PORTA et al., 2000; MITTON, 2005).

A política de dividendos pode ser usada como um instrumento de controle da gestão ao considerar-se este como instrumento capaz de controlar o nível de fluxo de caixa à disposição dos gestores. A distribuição de dividendos, além de representar a remuneração ao acionista, também ocasiona redução de fluxo de caixa nas mãos do gestor, reduzindo o seu poder discricionário sobre este. Desta forma, uma política de dividendos mais favorável à remuneração do acionista tem sido vista como uma estratégia capaz de minimizar os conflitos de agência decorrentes da discricionariedade executiva (ROZEFF, 1982; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG e LITZENBERGER, 1989). Uma corrente de pesquisa tem também apontado que esta utilização da política de dividendos pode ser influenciada pelas oportunidades de investimento da empresa. Empresas com menos oportunidades de crescimento teriam mais tendência em optar pela política de dividendos de mais elevada distribuição como forma de restringir fluxo de caixa livre nas mãos de gestores (LANG e LITZENBERGER, 1989; LÓPEZ-ITURRIAGA e CRISÓSTOMO, 2010).

Short, Zhang e Keasey (2002) encontraram evidência de efeito positivo da propriedade institucional sobre a política de dividendos. Este resultado é interpretado como alinhado com a hipótese de monitoramento da direção. Investidores institucionais estariam incrementando a política de dividendos como forma de controlar, ou limitar, o fluxo de caixa livre à disposição da direção executiva reduzindo a possibilidade de problemas de risco moral.

Em resumo, a proposta de monitoração da direção executiva está associada à redução de uso discricionário de fluxo de caixa nas mãos do diretor executivo através do aumento do nível de distribuição de dividendos. Diferentes características da estrutura de propriedade podem estar associadas com esta utilização da política de dividendos.

### **2.3.2 Hipótese de Expropriação de acionistas minoritários**

Diversos estudos empíricos focando a estrutura de propriedade como determinante da política de dividendos foram realizados. Short, Zhang e Keasey (2002) verificaram a relação entre política de dividendos e a estrutura de propriedade. O efeito do acionista institucional sobre a política de dividendos foi analisado através dos modelos seminais de Lintner (1956), Waud (1996) e Fama e Babiak (1968). Short, Zhang e Keasey (2002) constataram uma negativa relação entre acionista com atuação gerencial e a política de dividendos, o que sinaliza evidência na direção da hipótese de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários por parte dos *insiders*.

Sob o arcabouço teórico da Teoria da Agência, o problema do acionista minoritário é sua possível expropriação, seja por parte da direção da empresa (PEASNELL, POPE e YOUNG, 2003; JENSEN, 1986), como por parte dos acionistas controladores (GADHOUM, LANG e YOUNG, 2005; SHLEIFER e VISHNY, 1997; CUERVO, 2002; DYCK e ZINGALES, 2004; FACCIO, LANG, e YOUNG, 2001), uma vez que ambos têm a possibilidade de extrair benefícios privados da empresa, associados ao controle da mesma, à custa dos acionistas minoritários.

Atenção aos conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários tem sido dada pela pesquisa, principalmente pelo fato de que o poder dos acionistas controladores talvez tenha mais força que aquele detido pelos gestores uma vez que em ambientes com alta concentração de propriedade, a direção executiva costuma estar subordinada diretamente aos acionistas controladores que têm poder sobre a manutenção desta à frente da empresa (SHLEIFER e VISHNY, 1997; CUERVO, 2002; DYCK e ZINGALES, 2004; FACCIO, LANG, e YOUNG, 2001). Acionistas controladores têm a possibilidade de extrair benefícios privados de controle aos quais os minoritários não têm acesso, como a transferência de ativos e lucro entre empresas, bem como o uso de ativos da empresa como garantias de empréstimos de outras, ou até mesmo o uso de recursos da empresa para benefício pessoal direto (DYCK e ZINGALES, 2004; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER, 2000; NENOVA, 2003; SHLEIFER e VISHNY, 1997). Este poder de acionistas controladores pode gerar um desinteresse destes pela remuneração na forma de dividendos que é o principal retorno dos acionistas minoritários, além de poder causar prejuízos maiores como redução de lucro e perda de valor da empresa (FACCIO, LANG, e YOUNG, 2001; SHLEIFER e VISHNY, 1997). Há evidência da depreciação de valor de empresa em consequência dos benefícios privados de controle e também de que a menor concentração de propriedade pode contribuir para reduzir a propensão ao uso de tais vantagens (CLAESSENS e DJANKOV, 1999; FACCIO, LANG, e YOUNG, 2001)

Neste contexto de conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários, os benefícios privados de controle, ou a alta concentração de propriedade, tendem a contribuir para a adoção de uma política de dividendos mais restritiva, em prejuízo dos acionistas minoritários. como evidência já documentada nesta direção na Alemanha e Finlândia, por exemplo (GUGLER e YURTOGLU, 2003; MAURY e PAJUSTE, 2002). A propriedade interna também apresenta sinais de atuar na direção da hipótese de expropriação (SHORT, ZHANG e KEASEY, 2002). Em resumo, a proposta de expropriação está relacionada à redução do nível de distribuição de dividendos com prejuízo para os acionistas minoritários que têm nesta, sua principal forma de remuneração por seu investimento. Diferentes

características da estrutura de propriedade podem estar associadas a esta política de dividendos.

### **2.3.3 A estrutura de propriedade como fator determinante da política de dividendos**

A estrutura de propriedade diz respeito à forma como está distribuída a propriedade das ações da mesma, o que indicará quem detém direitos sobre o controle e o fluxo de caixa da empresa. A questão dos direitos de controle e sobre o fluxo de caixa pode ter reflexo sobre a política de dividendos. Por outro lado, acionistas com direitos centrados no controle da empresa, notadamente acionistas com grandes proporções de ações, podem ter outras formas de obtenção de retorno por seu investimento, podendo desta forma ter menos interesse em elevados pagamentos de dividendos. Neste contexto, alguns aspectos da estrutura de propriedade podem favorecer a preferência por determinada política de dividendos. Aí pode ser mencionado: a concentração de propriedade; a propriedade interna; a existência de acordo de acionistas; a natureza, ou identidade, dos principais acionistas da empresa, seja família, outra empresa, o Governo, fundos de pensão, ou outros. De fato, a literatura tem documentado efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002; LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e VISHNY, 2000; LOW et Al., 2001; ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002; KHAN, 2006; LEE, ROLL e SUBRAHAMANYAM, 2006; LEE, 2010; HARADA e NGUYEN, 2011; BOHREN, JOSEFSEN e STEEN, 2012).

Características da estrutura de propriedade podem ter influência sobre a política de dividendos. Algumas de tais características podem contribuir para uma política de dividendos mais restritiva, em sintonia com a hipótese de expropriação. Por outro lado, é possível também haver determinadas configurações de estrutura de propriedade que favoreçam uma política de mais elevada distribuição de dividendos, em concordância com a hipótese do monitoramento.

Esta argumentação motiva a proposição da hipótese de que a estrutura de propriedade da empresa brasileira afeta a política de dividendos, seja por questões associadas ao monitoramento da atividade diretiva, como também por tendência à expropriação de acionistas minoritários.

*H<sub>1</sub> – Características da estrutura de propriedade influenciam a política de dividendos da empresa brasileira. Esta influência pode estar alinhada ao objetivo de monitoração da direção executiva, levando a um efeito positivo da característica específica da estrutura de propriedade sobre o nível de pagamento de dividendos. Por outro lado, esta influência pode estar associada à expropriação de acionistas minoritários, ocasionando um efeito negativo sobre o nível de pagamento de dividendos.*

## **3 METODOLOGIA**

### **3.1 Econometria**

#### **3.1.1 Método econométrico**

Para mensuração dos estimadores, foi utilizado a regressão múltipla através do Método Generalizado de Momentos (MGM). Em geral, o método dos mínimos quadrados ordinários (OLS) é consistente para regressores exógenos e quando os resíduos do método são homocedásticos. Se os resíduos forem heterocedásticos e com variáveis exógenas, cabe utilizar mínimos quadrados com teste de robustez. Na prática, apresenta-se muito comum que uma ou mais variáveis sejam endógenas e os resíduos heterocedásticos, o que sugere a utilização de estimação pelo Método Generalizado de Momentos (MGM). Se as variáveis forem endógenas e os resíduos forem homocedásticos, o método de variável instrumental (VI) é suficiente para estimadores consistentes. Harada e Nguyen (2011) identificaram ser

endógenos os fatores concentração de propriedade e política de dividendos, o que motivou a aplicação do MGM.

A endogeneidade, segundo Wooldridge (2010), pode decorrer de 3 fatores: a) Omissão de variáveis, b) erro de mensuração de variáveis e c) simultaneidade. A omissão de variáveis, em geral, trata de variáveis não observadas devido às dificuldades de obtenção dos dados. O erro de mensuração, diz respeito às imperfeições dos instrumentos ou outras condições relacionadas à coleta de dados, que impõem falhas no apontamento de dados. A simultaneidade se apresenta quando a variável dependente está relacionada com uma variável explicativa. O autor enfatiza ainda que o modelo econométrico poderá conter simultaneamente os três fatores que causam a endogeneidade.

As variáveis foram transformadas segundo Elnathan, Gavius e Hauser (2010). Trata-se de uma transformação logarítmica, que possibilitou uma melhor significância dos estimadores e performance dos testes econométricos. A função de transformação é:

$$F(x) = \begin{cases} \ln(x + 1), & x \geq 0 \\ -\ln(-x + 1), & x < 0 \end{cases}$$

### 3.2.2.MODELOS

#### 3.2.2.1 Variáveis

As variáveis utilizadas nos modelos desta pesquisa estão discriminadas no quadro 2.

Quadro 1 - Variáveis Explicativas do modelo

VARIÁVEIS	OPERACIONALIZAÇÃO
Estrutura de propriedade	Majoritário – Presença de acionista majoritário Principal – Presença de acionista principal
Dividendos	DIV = Dividendos Pagos
Rentabilidade	Lucro Líquido
Tamanho da empresa	Ln (Ativo)
Dummies	Ano e setor

FONTE: Dados da pesquisa

Short, Zhang e Keasey (2002) adaptaram os modelos de Lintner (1956), Waud (1966) e Fama e Babiak (1966) incorporando características da estrutura de propriedade, especificamente, a propriedade institucional e de gestores. Short, Zhang e Keasey (2002) criaram variáveis cruzadas correspondentes ao produto de dois fatores, propriedade e lucro (*dummies* de propriedade x lucro líquido), o lucro líquido passado e a diferença entre o lucro corrente e o lucro passado. Os modelos utilizados por Short, Zhang e Keasey (2002) são: (i) *Full Adjustment Model* (FAM) (LINTNER, 1956); (ii) *Partial Adjustment Model* (PAM) (LINTNER, 1956); (iii) *Waud Model* (WM) (WAUD, 1966); e (iv) *Earnings Trend Model* (ETM) (FAMA e BABIAK, 1968).

O modelo proposto para este trabalho incluiu uma *dummy* de propriedade adaptando o modelo de Lintner (1956) e Short, Zhang e Keasey (2002). Uma *dummy* de propriedade será utilizada para indicar a presença de um acionista majoritário, considerando todas as classificações de propriedade, e outra para indicar a presença de determinada categoria de acionista como majoritário ou acionista principal, no caso, empresas não financeira.

## 4 RESULTADOS

Nas seções subsequentes apresentam-se e discutem-se a estatística descritiva e os resultados empíricos encontrados.



#### 4.1 Amostra

A amostra é um painel de dados composto por 1.890 observações anuais de 223 empresas de 14 setores da economia no período 1996-2012. Os dados foram coletados do sistema Econômica que disponibiliza dados de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Foram mantidas na amostra observações anuais de empresas que dispunham de todos os dados necessários para estimação dos modelos. Para evitar o efeito de observações com valores extremos (*outliers*), alguns valores foram “winsorizados” no percentil 1% e 99%. Trata-se de uma técnica que consiste em repetir o valor do percentil 1% para todas as observações abaixo deste percentil, e repetir o valor do percentil 99% para todas as observações acima deste percentil, eliminando os *outliers* (WINSOR, 1946).

A Tabela 1 contém a estatística descritiva para todas as variáveis. As variáveis foram transformadas para logaritmo natural, objetivando melhorar as estimações. Após a transformação logarítmica observou-se um comportamento mais normalizados dos valores em torno da média.

**Tabela 1 - Estatística Descritiva - Variáveis Transformadas para Log - Natural**

Variáveis (Ln)	N	P1	P99	Média	Min	Max	Desvio Padrão	CV
Dividendos	1890	0	14,52	7,13	0	14,52	4,58	0,64
Dividendos <sub>(t-1)</sub>	1890	0	14,46	6,90	0	14,45	4,59	0,66
Dividendos <sub>(t-2)</sub>	1890	0	14,22	6,58	0	16,00	4,63	0,70
Diferença Dividendos	1890	-12,33	13,10	1,20	-12,33	13,10	7,84	6,56
Lucro Líquido	1890	-12,33	15,38	6,70	-12,33	15,37	7,94	1,18
Lucro Líquido <sub>(t-1)</sub>	1890	-12,13	15,31	6,44	-12,33	15,31	7,95	1,23
Diferença Lucro Líquido	1890	-13,50	13,90	1,65	-13,50	13,89	9,62	5,80
Ativo	1890	9,65	17,25	13,16	8,93	19,45	1,66	0,13

FONTE: Dados da pesquisa

A variável dependente “Diferença Dividendos” mostrou-se mais dispersa em torno da média com coeficiente de variação de 6,56, seguida pela “Diferença Lucro Líquido” com coeficiente de variação de 5,80. O percentil 1 e 99 foram tabuladas para evidenciar o menor (maior) valor winsorizado, que consiste na repetição do respectivos valores para os dados abaixo (acima) deste percentil.

#### 4.2 Fatores que influenciam a política de dividendos

A literatura tem sugerido que diversos fatores influenciam a política de dividendos. Seguindo os achados empíricos anteriores, quanto aos fatores determinantes, observou-se o efeito de tamanho, alavancagem, rentabilidade, oportunidades de crescimento e crescimento sobre os dividendos. Adicionalmente, e de forma prioritária, verificou-se o efeito da estrutura de propriedade sobre a distribuição de dividendos. Em particular, avaliou-se a influência da presença de um acionista majoritário e de uma empresa não financeira como acionista principal e como acionista majoritário sobre o pagamento de dividendos.

##### 4.2.1 Presença de acionista majoritário para todas as Empresas

A Tabela 1 apresenta as estimações dos quatro modelos de Short, Zhang e Keasey (2002) considerando uma dummy de propriedade que indica a presença de um acionista majoritário para todas as classificações de proprietários. O primeiro modelo, denominado *Full Adjustment Model*, explica o pagamento de dividendos a partir das variáveis: (a) delta do lucro atual e anterior, (b) dummy de propriedade multiplicado pelo delta do lucro atual e anterior e (c) logaritmo do ativo. O *Partial Adjustment Model* (PAM) utiliza as variáveis

explicativas: (a) lucro, (b) lucro multiplicado pela dummy de propriedade, (c) dividendo passado e (d) logaritmo do ativo. O *Waud Model* (WM) explica o pagamento de dividendos a partir do: (a) lucro corrente, (b) lucro multiplicado pela dummy de propriedade, (c) dividendos passados considerando 1 e 2 anos e (d) logaritmo do ativo. O quarto modelo, *Earnings Trend Model* (ETM) considera como variável dependente a diferença entre os dividendos correntes e os dividendos do ano anterior, e como variáveis independentes: (a) lucro corrente, (b) lucro do ano anterior, (c) dividendos do ano anterior, (d) produto entre o lucro do ano anterior e uma dummy de propriedade e (e) logaritmo do ativo.

Os modelos econométricos estimados a partir do método GMM são:

$$(a) \text{ FAM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta(E_{ti} - E_{(t-1)i}) + \beta_1(E_{ti} - E_{(t-1)i}) \cdot \text{MJDummy} + \beta_2 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(b) \text{ PAM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta E_{ti} + \beta_1 E_{ti} \cdot \text{MJDummy} - \beta_2 D_{(t-1)i} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(c) \text{ WM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta E_{ti} + \beta_1 E_{ti} \cdot \text{MJDummy} + \beta_2 D_{(t-1)i} - \beta_3 D_{(t-2)i} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(d) \text{ ETM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta E_{ti} + \beta_1 E_{(t-1)i} + \beta_2 E_{(t-1)i} \cdot \text{MJDummy} - \beta_3 D_{(t-1)i} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

A Tabela 1 evidencia os estimadores para os quatro modelos de Short, Zhang e Keasey (2002):

Tabela 1 – Presença de um acionista majoritário - Variável dependente DIV – DIV<sub>(T-1)</sub>

Variáveis explicativas	FAM	PAM	WM	ETM
$E_{ti} - E_{(t-1)i}$	1,641***			
$(E_{ti} - E_{(t-1)i}) \cdot \text{MJDummy}$	-0,490***			
$E_{ti}$		3,196***	1,967***	1,994***
$E_{(t-1)i}$				0,180
$E_{ti} \cdot \text{MJDummy}$		-2,585***	-1,513***	
$E_{(t-1)i} \cdot \text{MJDummy}$				-0,538*
$D_{(t-1)i}$		-4,163***	-4,356***	-2,662***
$D_{(t-2)i}$			2,346***	
$\ln \text{Ativo}$	-0,454***	8,457***	3,199***	2,465**
N	1890	1890	1890	1890
F	99,77***	29,41***	14,64***	19,09***
R <sup>2</sup>				
Wald				
J de Hansen	0,429	0,165	0,114	0,134
AR (2)	0,256	0,669	0,404	0,350

FONTE: Dados da pesquisa

Os resultados indicam que o lucro está relacionado positiva e estatisticamente significativa com a política de dividendos, ratificando a teoria que preconiza que o pagamento de dividendos está associado à auferição de lucro (Lintner, 1956; Waud, 1966; Fama e Babiak, 1966). O pagamento de dividendo do ano anterior sugere o não pagamento no Ano corrente, com elevado grau de significância. O principal achado diz respeito à presença de um acionista majoritário, ponderado pela variação do rendimento  $((E_{ti} - E_{(t-1)i}) \cdot \text{MJDummy})$  que apresenta-se negativamente relacionada à política de dividendos, em sintonia com a hipótese de expropriação de riqueza de minoritários. Acionistas minoritários, que têm dividendos como principal forma de remuneração, podem ser prejudicados nesta situação.

#### 4.2.2 Presença de Empresa Não Financeira como acionista majoritário

A Tabela 2 apresenta os estimadores para os quatro modelos da Short, Zhang e Keasey (2002), entretanto a dummy de propriedade utilizada indica a presença de empresa não financeira como acionista principal. Permanecem as demais variáveis dependentes e independentes, conforme estimações anteriores.

$$(a) \text{ FAM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta(E_{ti} - E_{(t-1)i}) + \beta_1(E_{ti} - E_{(t-1)i}) \cdot \text{MDInd} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(b) \text{ PAM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta E_{ti} + \beta_1 E_{ti} \cdot \text{MDInd} - \beta_2 D_{(t-1)i} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(c) \text{ WM} - D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + \beta E_{ti} + \beta_1 E_{ti} \cdot \text{MDInd} + \beta_2 D_{(t-1)i} - \beta_3 D_{(t-2)i} + \beta_3 \ln \text{Ativo} + \mu_{ti}$$

$$(d) \text{ETM} - \text{D}_{ti} - \text{D}_{(t-1)i} = \alpha + \beta \text{E}_{ti} + \beta_1 \text{E}_{(t-1)i} + \beta_2 \text{E}_{(t-1)i} * \text{MDInd} - \beta_3 \text{D}_{(t-1)i} + \beta_3 \text{lnAtivo} + \mu_{ti}$$

Tabela 2 – Empresa não financeira como acionista majoritário - Variável dependente  $\text{DIV} - \text{DIV}_{(t-1)}$

Variáveis explicativas	FAM	PAM	WM	ETM
$\text{E}_{ti} - \text{E}_{(t-1)i}$	0,278***			
$(\text{E}_{ti} - \text{E}_{(t-1)i}) * \text{MDInd}$	0,291***			
$\text{E}_{ti}$		2,430***	1,540***	2,834***
$\text{E}_{(t-1)i}$				-0,995*
$\text{E}_{ti} * \text{MDInd}$		0,899**	0,687*	
$\text{E}_{(t-1)i} * \text{MDInd}$				1,126**
$\text{D}_{(t-1)i}$		-2,997***	-3,707***	-2,342***
$\text{D}_{(t-2)i}$			2,058***	
lnAtivo	0,121	-0,132	-0,265	-0,093
N	1890	1890	1890	1890
F	81,69***	25,63***	18,80***	19,59***
R <sup>2</sup>				
Wald				
J de Hansen	0,342	0,303	0,106	0,646
AR (2)	0,07	0,590	0,144	0,284

FONTE: Dados da pesquisa

Os resultados indicam que o lucro está relacionado positiva e estatisticamente significativa com a política de dividendos, ratificando a teoria que preconiza que o pagamento de dividendos está associado à auferição de lucro (Lintner, 1956; Waud, 1966; Fama e Babiak, 1966). O pagamento de dividendo do ano anterior sugere o não pagamento no Ano corrente, com elevado grau de significância. O segundo principal achado diz respeito à presença de empresas não financeiras como acionista principal, ponderado pela variação do rendimento  $((\text{E}_{ti} - \text{E}_{(t-1)i}) * \text{MDInd})$  que apresenta-se positivamente relacionado à política de dividendos, alinhada à hipótese de monitoramento das ações dos gestores, quanto ao uso dos recursos em projetos não atraentes para o negócio.

De forma mais resumida tem-se os resultados no quadro 3:

Quadro 2 - Resumo dos Estimadores

	GMM			
	FAM	PAM	WM	ETM
Major Todas	-***	-***	-***	-***
Major Ind	+***	+**	+*	+**

Fonte: Dados da pesquisa

O Quadro 3 sintetiza os resultados relacionados à hipótese de expropriação por parte das empresas que tem suas ações nas mãos de um acionista majoritário (M\_Dummy), e os resultados para aquelas ações que estão nas mãos de um acionista principal que é uma indústria (M\_IND), tais acionistas usam o pagamento de dividendos para controlar as decisões dos gestores (hipótese de monitoramento) relacionadas a gastos em projetos não atraentes.

## 5 CONCLUSÕES

A política de dividendos segue sendo um tema de pesquisa apesar da literatura já ter dedicado ao mesmo muito estudo. Os resultados iniciais que apontaram a tendência na persistência da política de dividendos, como também da sua dependência do nível de rentabilidade, foram sucedidos por trabalhos que buscam encontrar mais fatores determinantes para a decisão de repartição de dividendos.

Mais recentemente a pesquisa tem explorado a influência de características da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos sob distintos argumentos teóricos dentro do marco da Teoria da Agência que trata dos conflitos de interesses entre acionistas, direção executiva, e credores. Lucros podem ser destinados à remuneração de acionistas via dividendos, podendo também ser retidos para financiar investimento atendendo às demandas da gestão que prioriza o recurso interno para evitar aumento de endividamento. Por outro

lado, estas duas utilizações não podem conflitar com os compromissos da empresa frente a credores.

Afora o conflito entre credores e empresa, o conflito de interesses entre acionistas e gestores em torno da política de dividendos que está relacionado com o volume de recursos livres à disposição da direção executiva (Teoria do *Overinvestment* e *Free Cash-Flow*) que pode levar os acionistas a adotar uma política de dividendos que contemple mais elevado nível de distribuição como forma de limitar os recursos nas mãos da direção executiva da empresa como previsto pela hipótese do monitoramento da direção. Outra proposição sobre a política de dividendos dentro do marco da Teoria da Agência é considerar-se que acionistas controladores, que têm poder para obter retornos a partir de formatos distintos dos dividendos, priorizem uma política de pouca distribuição de dividendos em detrimento dos acionistas minoritários que têm esta como sua principal fonte de retorno a seu investimento. Esta é a proposição da hipótese de expropriação. Diferentes características da estrutura de propriedade podem estar associadas a uma ou outra destas proposições.

Este trabalho analisou a política de dividendos da empresa brasileira à luz da hipótese de monitoramento da direção executiva, e da hipótese de expropriação de acionistas minoritários. Para um painel de dados composto por 1.890 observações anuais de 223 empresas de 14 setores da economia, no período de 1996-2012, os resultados indicam que, de fato, há fatores da estrutura de propriedade da empresa brasileira que favorecem a hipótese de monitoramento diretivo, como também a de expropriação de acionistas minoritários.

O consistente efeito negativo da presença de um acionista majoritário sobre a distribuição de dividendos é um indício de que este acionista parece estar utilizando outras formas de retorno de seu investimento e reduzindo o nível de pagamento de dividendos em prejuízo de acionistas minoritários, como preconizado pela hipótese de expropriação, resultado compatível com Short, Zhang e Keasey (2002).

Por outro lado, observou-se um consistente efeito positivo da presença de outra empresa não financeira como acionista majoritário e/ou principal sobre o grau de distribuição de dividendos. Este resultado é uma forte indicação que estes acionistas controladores podem estar utilizando a política de dividendos como forma de limitar o volume de recursos livre à disposição da direção executiva, objetivando assim evitar problemas de mal uso destes recursos na ausência de bons projetos de investimento, alinhado com o resultado de Lee (2010).

O efeito negativo da presença de um acionista majoritários e o efeito positivo da presença de outra empresa não financeira como acionista majoritário e/ou principal sobre a política de dividendos são resultados que corroboram para o atingimento do objetivo principal de avaliar os efeitos da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos e específicos de: a) Verificar o efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos levando-se em consideração as hipóteses da expropriação e monitoramento, próprias da teoria da agência e b) Verificar o efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos, considerando a presença de um acionista majoritário e a presença de um acionista principal.

Constitui-se em limitação desta pesquisa não apontar os efeitos da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos quando considerados outros aspectos da concentração de propriedade. Portanto, vê-se como possibilidade de continuidade deste trabalho o aprofundamento da pesquisa sobre o efeito da natureza dos principais acionistas e suas concentrações sobre a política de dividendos.

## **6 BIBLIOGRAFIA**

AGGARWAL, R., & KYAW, N. A. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 11.

- AIVAZIAN, V., BOOTH, L., & CLEARY, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *J. of Multi. Fin. Manag.*, 21.
- BAE, S. C., CHANG, K., & KANG, E. (2012). Culture, corporate governance e dividend policy: International Evidence. *The Journal of Financial Research*, XXXV.
- BARROS, A. B. (2005). Decisões de financiamento e de investimentos das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes. *Tese*. São Paulo.
- BAR-YOSEF, S., & VENEZIA, I. (1991). Earnings Information and the Determination of Dividend Policy. *Journal of Economics and Business*, 18.
- BASSE, T., & REDDEMANN, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37, 34 - 46.
- BOHREN, O., JOSEFSEN, M. G., & STEEN, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2852 - 2864.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & MARCUS, A. J. (2002). *Fundamentos da Administração Financeira* (3º ed.). (R. B. Taylor, Trad.) Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil: McGraw-Hill Irwin.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C., & EHRHARDT, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo, SP: Atlas.
- BROCKMAN, P., & EmreUNLU. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 276–299.
- BUENO, A. F. (2002). Os Dividendos Como Estratégia de Investimentos em Ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 39 - 55.
- CASTRO, F. H., & YOSHINAGA, C. E. (2012). Cooassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel. *RAM, REV. ADM. MACKENZIE*, 13.
- CHAZI, A., BOUBAKRI, N., & ZANELLA, F. (2011). Corporate dividend policy in practice: Evidence from an emerging market with a tax-free environment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 245–259.
- CLAESSES, S., & DJANKOV, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 498–513.
- COLLIS, J., & HUSSEY, R. (2005). *Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. (2º ed.). Porto Alegre, RS: Bookman.
- CRISÓSTOMO, V. L., & LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. (2011). Financiamento de la inversión y las imperfecciones del mercado. *Información Financiera, Gerencia y Control*, 38.
- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2010). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10, 73 - 92.
- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2011). Financial Constraints for Innovation in Brazil. *Latin American Business Review*, 12, 165-185.
- CUERVO, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms Corporate Governance Mechanisms Corporate Governance Mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 10, 84 - 93.
- CYERT, R., KANG, S.-H., & KUMAR, P. (1996). Managerial objectives and firm dividend policy: A behavioral theory and empirical evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 31, 157-174.
- DAMODARAN, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática* (2º ed.). (J. Ritter, Trad.) Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil: Bookman.
- DAVID, M., NAKAMURA, W. T., & BASTOS, D. D. (Nov/Dez de 2009). Estudo dos modelos trade off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em

- empresas brasileiras (2000-2006). *RAM – REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO MACKENZIE*, 10, 132-153.
- DeANGELO, H., & DeANGELO, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 23.
- DEMSETZ, H., & LEHN, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- DENIS, D. J., & OSOBOV, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 21.
- DYCK, A., & ZINGALES, a. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59, 537 - 600.
- EASTERBROOK, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74, 650-659.
- EHRHARDT, M. C., & BRIGHAM, E. F. (2012). *Administração Financeira: teoria e prática* (2º ed.). São Paulo, SP: Cengage Learnig.
- ELNATHAN, D., GAVIOUS, I., & HAUSER, S. (2010). An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. *The International Journal of Accounting*, 45, 387 - 412.
- FACCIO, M. L. (2001). Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 91, 54 - 78.
- FAMA, E. F., & BABIAK, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63, 1132-1161.
- FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 33.
- FIGUEIREDO, A. C. (2002). O Conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. *Anais do 2º Encontro Brasileiro de Finanças*, (p. 13).
- FUTEMA, M. S., BASSO, L. F., & KAYO, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 44-62.
- GADHOUM, Y., LANG, L. H., & YOUNG, L. (2005). Who Controls US? *European Financial Management*, 11, 339 - 363.
- GITMAN, L. J., & MADURA, J. (2003). *Administração Financeira: uma abordagem gerencial*. Pearson .
- GORDON, M. J. (May de 1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41.
- GUGLER, K. Y. (s.d.). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 731 – 758.
- GUJARATI, D. N. (2011). *Econometria básica* (5º ed.). Porto Alegre, RS, Brasil: McGraw Hill.
- HARADA, K., & NGUYEN, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37, 362-379.
- HOLANDA, A. P., & COELHO, A. C. (jul./Ago de 2012). Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. *RAE*, 52, 16.
- HUSSAINEY, K., MGBAME, C. O., & Chijoke-MGBAME, A. M. (2011). Dividend policy and share pricevolatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 13.
- JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323 - 329.
- JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

- KALATZIS, A. E., AZZONI, C. R., & ACHCAR, J. A. (2008). Financial constraints and investment decisions: evidence from a highly unstable emerging economy. . *Applied Economics*, 40, 1425-1434.
- KHAN, T. (2006). Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 18.
- LA PORTA, R., Florencio, L.-D.-S., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3 - 27.
- LA PORTA, R., LOPES-DE-SILANES, F., & VISHNY, R. W. (2000). Agency problem and dividend policies around the world. *The Journal of finance*, LV.
- LANG, L. H., & LITZENBERGER. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? 24, 181 - 191.
- LEE, C. F., & CHANG, H.-s. (1986). Dividend Policy and Capital Market Theory: A Generalized Error-Components Model Approach. *Journal of Business Research*, 12.
- LEE, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 351–368.
- LEE, Y.-T., LIU, Y.-J., ROLL, R., & SUBRAHAMANYAM, v. (2006). Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure. *Journal of Banking & Finance*, 18.
- LINTNER, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & CRISÓSTOMO, V. L. (2010). Do leverage, dividend payout and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 80-94.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & CRISÓSTOMO, V. L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46, 80–94.
- LOSS, L., & NETO, A. S. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: Estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Financeira*, 52-66.
- LOW, S.-W., GLORFELD, L., HEARTH, D., & RIMBEY, J. N. (2001). The link between bank monitoring and corporate dividend policy: The case of dividend omissions. *Journal of Banking e Finance*, 25, 2069 - 2087.
- MARTINS, A. L., & FAMÁ, R. (Jan/Fev de 2012). O que revelam os estudos no brasil sobre política de dividendos? *RAE*, 52, 24-39.
- MAURY, C. B., & PAJUSTE, A. (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 15 - 45.
- MILEVA, E. (9 de Julho de 2009). Using Arellano – Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata. *Tutorial with Examples using Stata 9.0 - (xtabond and xtabond2)*.
- MILLER, M. H., & MODIGLIANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 29.
- MITTON, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 18.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of finance*, pp. 575-592.
- NENOVA, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325 - 351.
- NOVIS, J. A., & SAITO, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *R.Adm.*, 38, 135-143.
- PEASNELL, K. V., POPE, P. F., & YOUNG, S. (2003). Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors. *European Financial Management*, 9, 231 - 250.

- PINDYCK, R. S., & RUBINFELD, D. L. (2004). *Econometria: modelos & previsões* (4° ed.). Rio de Janeiro, RJ, Br: Elsevier.
- PROCIANOY, J. L., & VERDI, R. d. (2003). O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os investidores são irracionais? *Revista Brasileira de Finanças*, 1, pp.217–242.
- RAJAN, R., & ZINGALES, L. (1995). What do we know about capital structure? Some Evidence from International data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- ROODMAN, D. (December de 2009). How to Do xtabond2: An Introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. *Center for Global Development*.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., & JAFFE, J. F. (2002). *Administração Financeira: Corporate Finance* (2° ed.). São Paulo, SP: Atlas.
- ROZEFF, M. S. (1982 ). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- SAMPIERI, R. H., COLLADO, C. F., & LUCIO, P. B. (2006). *Metodologia de pesquisa* (3° ed.). São Paulo, SP: McGraw-Hill.
- SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52, 737 - 783.
- SHORT, H., ZHANG, H., & KEASEY, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 105–122.
- STEVENSON, W. J. (1981). *Estatística aplicada à administração*. São Paulo, São Paulo, Brasil: Harpew & Row do Brasil.
- VIEIRA, C. (2013). *Vejam as 10 ações que mais pagam dividendos; papel é bom para se aposentar*. Reportagem de 20/08/2013 da Uol Economia Finanças Pessoal, Compliance Comunicação Empresarial, <http://economia.uol.com.br/financas-pessoais/noticias/redacao/2013/08/20/veja-as-10-acoes-que-mais-pagaram-dividendos-papel-e-bom-para-se-aposentar.htm>.
- WEI, Z., WU, S., LI, C., & CHEN, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 18.
- WILTGEN, J. (2013). *As ações que mais elevaram ou cortaram dividendos em 2013*. <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/acoes/noticias/as-acoes-que-mais-elevaram-ou-cortaram-dividendos-em-2013>. Exame.com.
- WINSOR, C. P. (1946). Which Regression? *Biometrics Bulletin*, 101-109.
- WOOLDRIDGE, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2ª ed.). Massachusetts.