

**CONFLITOS DE AGÊNCIA ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E MINORITÁRIOS NA
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

CLEITON RICARDO KURONUMA
FACULDADE FIPECAFI (FIPECAFI)
kuronuma@uol.com.br

GEORGE ANDRE WILLRICH SALES
FACULDADE FIPECAFI (FIPECAFI)
george.sales@usp.br

CONFLITOS DE AGÊNCIA ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E MINORITÁRIOS NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Estudos realizados por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) mostraram que cerca de 64% das grandes empresas nos 27 países mais desenvolvidos possuem acionistas controladores, sendo estes, em sua maioria, descendentes dos fundadores das empresas. Segundo Okimura (2003), nas economias emergentes, a concentração acionária é ainda mais elevada. Pesquisas realizadas por Claessens et al. (2002) e Lins (2003), comprovaram que a concentração de acionistas controladores em países emergentes chega a 69% do total de empresas.

No Brasil, também predomina a alta concentração do capital votante em um número reduzido de acionistas (Dalmácio & Corrar, 2007). Segundo La Porta et al. (1998), a alta concentração da propriedade decorre principalmente da falta de proteção legal. Desta forma, uma maior proteção do direito dos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de crédito e uma maior proteção do direito dos acionistas encorajaria o desenvolvimento do mercado de ações.

Outra característica das empresas de capital aberto no Brasil é a de que o controle de uma empresa pode ser exercido sem a necessidade de se possuir mais da metade do capital investido na empresa, devido à possibilidade de emissão de ações preferenciais, sem direito a voto no conselho de administração.

Neste cenário de concentração acionária, com possibilidade de alavancar o capital investido, os controladores geralmente acabam tendo grande influência na administração. Com isso, podem surgir conflitos de agência (Dalmácio & Corrar, 2007).

No Brasil, como decorrência principalmente da alta concentração acionária, o principal conflito de agência não está relacionado entre acionistas e gestores, mas entre acionistas controladores e minoritários (Lopes & Walker, 2008). De acordo com Luz (2000), os acionistas controladores podem afetar os minoritários de diversas formas, como a venda de ativos por valores abaixo do mercado para empresas pertencentes aos diretores da mesma sociedade, contratação de pessoas não qualificadas e implantação de projetos que beneficiem apenas os executivos da empresa. Outro potencial conflito entre acionistas controladores e minoritários está relacionado com a política de distribuição de dividendos. O conflito pode surgir porque os acionistas controladores, que possuem direito a voto, nem sempre são os que detêm as ações preferenciais, que também compartilham os dividendos (Lopes & Walker, 2008).

Assim, à luz da Teoria da Agência, pode-se abordar a possibilidade de um agente – o acionista controlador – assumir um comportamento oportunista, visando a maximização de sua utilidade individual, em detrimento dos interesses da organização (Martinez, 2001). Tal situação pode ser imaginada por meio da seleção de escolhas contábeis que possam modificar o lucro líquido, que é a base para o cálculo dos dividendos, baseado no pressuposto de que o acionista controlador pode ter incentivos diferenciados em comparação com os outros fornecedores de capital (acionistas minoritários e credores) (Watts, 2003).

A partir deste contexto, o objetivo geral deste trabalho é o de averiguar se a política de dividendos é influenciada pela concentração acionária das companhias abertas no Brasil.

Para atingir este objetivo, o presente estudo visa responder a seguinte questão de pesquisa: **há relação entre a concentração do controle acionário e a distribuição de dividendos nas empresas negociadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) à luz da Teoria de Agência?** Para tanto, foram coletadas informações financeiras e contábeis

de companhias abertas brasileiras e cujas ações sejam negociadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). As amostras, coletadas por meio do software Economática, compreendem 360 empresas, no período entre 2013 e 2016.

A motivação para a realização deste estudo decorre do fato de que, no Brasil, há poucas pesquisas acadêmicas que abordam a relação entre a concentração do controle acionário e a distribuição de dividendos e, dentre os raros trabalhos disponíveis, quase a totalidade foram elaborados no início dos anos 2000. Este trabalho pretende contribuir com a expansão da discussão desta temática, trazendo novas abordagens de análise e dados que reflitam as recentes transformações políticas, econômicas e sociais ocorridas no Brasil e que provavelmente tiveram reflexo nas organizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Concentração Acionária no Brasil

O controle acionário das companhias brasileiras abertas é altamente concentrado. Poucos acionistas, em geral, possuem o controle das ações com direito a voto (Silva & Leal, 2005). Tal fato pode vir a influenciar diversas decisões que ocorrem na administração das empresas como decorrência da centralização de poder nas mãos dos acionistas controladores (Hahn, Nossa, Teixeira & Nossa, 2010).

A existência de um controlador, ou grupo controlador, bem definido possibilita a centralização do controle e da gestão das organizações, pois este tem acesso à possibilidade de governar a companhia ao eleger os membros do conselho de administração e, conseqüentemente, nomear a diretoria da empresa. Pode-se afirmar que, no Brasil, a última definição geralmente cabe ao controlador, ou ao seu representante. Tal situação não ocorreria, caso o controle estivesse diluído entre diversos acionistas (Procianoy, 1994b).

Segundo pesquisas realizadas por La Porta *et al.* (1998), a alta concentração da propriedade decorre principalmente da falta de proteção legal. Por isso, os países com pior proteção legal – que adotam o direito civil francês, como o Brasil – apresentam maior concentração da propriedade, medida pelo percentual de ações detidas pelos maiores acionistas. Por outro lado, os países com melhor proteção legal – que adotam o direito comum, *civil law* – tendem a apresentar uma estrutura de propriedade mais pulverizada. Desta forma, uma maior proteção do direito dos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de crédito e uma maior proteção do direito dos acionistas encorajaria o desenvolvimento do mercado de ações. La Porta *et al.* (2000a) realizaram estudos que mostram que, quando comparados com países que oferecem baixa proteção legal, os países com maior proteção legal aos investidores apresentam, entre outros:

- maior capitalização de mercado das empresas;
- maior quantidade de empresas abertas;
- maior taxa de ofertas públicas iniciais de ações;
- maiores mercados de crédito;
- maiores dividendos.

Segundo Procianoy (1994a), as empresas familiares também são uma característica típica da economia brasileira:

“Pode-se verificar a significativa influência da família na gestão dos negócios. O controlador, na maioria dos casos, é o próprio presidente do conselho de administração da empresa, quando até mesmo não exerce a presidência da diretoria. Por outro lado, quando os diretores são elementos profissionais, não pertencentes à família, estão subordinados diretamente a este controlador.”

Para Hahn et al. (2010), “a influência dos proprietários de empresas familiares na administração das organizações gera problema de conflito de agência com os investidores externos, pois aqueles tendem a tomar decisões em benefício próprio”. Para La Porta et al. (1999), nas empresas cujo controle acionário é familiar, os mesmos têm o poder de expropriar o acionista minoritário.

Outra característica das empresas de capital aberto no Brasil é a de que o controle de uma empresa pode ser exercido sem a necessidade de se possuir mais da metade do capital investido na empresa, pois, de acordo a Lei n. 6.404 (1976), posteriormente modificada pelas Leis n. 10.303 (2001), 11.638 (2007) e 11.941 (2009), e conhecida por Nova Lei das Sociedades Anônimas:

“Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 2o O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.”

Sendo assim, no Brasil, há a possibilidade do capital social de uma empresa de capital aberto ser constituído de 50% de ações ordinárias, com direito a voto nas reuniões do conselho de administração, e 50% de ações preferenciais. Nesta situação, o controlador precisa deter mais de 50% das ações ordinárias, ou seja, 25% do capital total da empresa. Como consequência, pode-se afirmar que, neste cenário, o controlador pode realizar uma alavancagem três vezes maior do que o capital total investido. Para Procianny (1994a), pode-se afirmar que este cenário favorece a geração de conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários. É possível encontrar atitudes por parte dos controladores ou gestores que não visem a maximização da riqueza dos acionistas como um todo, mas sim, dos interesses do controlador.

2.2 Política de Dividendos no Brasil

Segundo Schall e Haley (1988), ainda não houve um consenso sobre a relevância, ou não, da política de dividendos na valorização das organizações. Há duas escolas que discutem esta relação: a Escola do Mercado Perfeito – Teoria de Modigliani & Miller –, e a Escola do Mercado Imperfeito – Teoria de Gordon e a Teoria Residual.

A Teoria de Modigliani & Miller (1961) defende que o valor de uma empresa é determinado pela política de investimentos e pelo retorno proporcionado por seus ativos. Como consequência, os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros – dividendo ou ganho de capital decorrente da valorização das suas ações (Procianny, 1994a).

Já a Teoria de Gordon (1963) defende que o valor de uma ação é uma função direta das expectativas futuras de pagamento de dividendos, ou seja, é igual ao valor presente do fluxo de pagamentos futuros de dividendos, descontados a uma taxa compatível com o mercado e seu risco. Segundo esta teoria, os acionistas preferem receber dividendos ao invés de eventuais ganhos de capital no futuro. A Teoria Residual propõe o pagamento de dividendos após a alocação ótima dos seus investimentos, ou seja, deveria pagar dividendos apenas quando não existir oportunidades de investimentos com retorno ótimo e risco compatível, de forma a maximizar a riqueza dos acionistas (Procianny, 1994a).

No Brasil, a distribuição dos dividendos é regulamentada pela Nova Lei das Sociedades Anônimas. De acordo com esta Lei, “a distribuição de dividendo obrigatório deve obedecer ao que está determinado no estatuto social das organizações. Quando este for omissivo, deve ser distribuído metade do lucro líquido do exercício, diminuído ou acrescido da constituição da

reserva legal e da importância destinada à formação da reserva para contingências e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores”. Caso a assembleia geral decida deliberar para introduzir uma norma sobre a matéria, o dividendo mínimo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

De acordo com a Lei n. 6.404 (1976), “as ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício deste direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento”. Para Okimura (2003), tal fato poderia possivelmente incentivar os controladores na busca de um maior fluxo de dividendo por ação, a fim de manter o controle da organização.

Segundo La Porta *et al.* (2000b), para os países como o Brasil, onde o regimento legal não oferece ampla proteção aos acionistas minoritários, como ocorre em países que adotam o *civil law*, os dividendos funcionariam como substitutos da proteção legal aos investidores. Estes receberiam dividendos como uma forma de compensação pelo maior risco de exposição à expropriação. Neste cenário, a distribuição de dividendos não estaria atrelada às expectativas de crescimento da empresa, mas sim à proteção legal dada aos acionistas.

Por outro lado, Procianny (1994a) verificou que, no Brasil, há uma tendência das empresas reterem a maior parcela possível de lucros, pelo fato de haver escassez de recursos de longo prazo, ou, até mesmo, ações negociadas abaixo do valor patrimonial contábil. Ou seja, verifica-se que os controladores têm um forte incentivo para reter a maior parcela possível dos lucros de suas empresas, sem distribuí-los.

2.3 Teoria de Agência e a Política de Dividendos

Segundo Ross (1973), a relação de agência é uma das mais antigas e um dos hábitos mais comuns da interação corporativa, caracterizando os diversos modelos de relação entre o principal e o agente. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato onde o principal contrata o agente para executar um serviço, envolvendo a delegação, ao agente, de alguma autoridade para tomada de decisão. Para estes autores, a Teoria de Agência defende que é quase impossível assegurar que o agente tome a melhor decisão do ponto de vista do principal.

A Teoria de Agência sugere que há conflito de interesses sobre as políticas de dividendos (Jensen & Meckling, 1976). Uma possível explicação para tal fato é a de que o pagamento de dividendos pode ser utilizado para transferir riqueza do agente – gestor – para o principal – acionista (Ahmed *et al.*, 2002). Tal fato ocorre devido ao fato de que o pagamento de dividendos reduz o fluxo de caixa disponível para o agente, que acaba por reduzir sua liberdade para gerenciar resultados em benefício próprio (Lie, 2000). Nas empresas brasileiras há, ainda, uma tendência à retenção dos lucros em função da escassez de recursos no longo prazo (Procianny, 1994a). Em sentido contrário, os acionistas teriam preferência pela distribuição de dividendos (Alen, Bernardo & Welsh, 2000).

No Brasil, como decorrência da alta concentração acionária, o principal conflito de agência não está relacionado entre acionistas e gestores - conflito de agência do tipo I -, mas entre acionistas controladores e minoritários - conflito de agência do tipo II (Lopes & Walker, 2008). De acordo com Luz (2000), os acionistas controladores podem afetar os minoritários de diversas formas, como a venda de ativos por valores abaixo do mercado para empresas pertencentes aos diretores da mesma sociedade, contratação de pessoas não qualificadas e implantação de projetos que beneficiem apenas os executivos da empresa.

Outro potencial conflito entre acionistas controladores e minoritários está relacionado com a política de distribuição de dividendos. O conflito pode surgir porque os acionistas controladores, que possuem direito a voto, nem sempre são os que detêm as ações preferenciais, que também compartilham os dividendos (Lopes & Walker, 2008).

Assim, à luz da Teoria da Agência, pode-se abordar a possibilidade do principal – o acionista controlador – assumir um comportamento oportunista, visando a maximização de sua utilidade individual, em detrimento dos interesses da organização (Martinez, 2001 e Loss, 2004). Tal situação pode ser imaginada por meio da seleção de escolhas contábeis que possam modificar o lucro líquido, que é a base para o cálculo dos dividendos, baseado no pressuposto de que o acionista controlador pode ter incentivos diferenciados em comparação com os outros fornecedores de capital (acionistas minoritários e credores) (Watts, 2003).

A regulação pode ser entendida como uma possível solução para a redução de tais conflitos de agência (La Porta et al., 2000b). Para o caso do Brasil, Silveira (2004) ressalta que tais conflitos levaram os reguladores a implantar uma série de iniciativas visando uma maior proteção dos acionistas minoritários, tais como alterações na Nova Lei das Sociedades Anônimas e criação de níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa.

2.4 Desenvolvimento de Hipóteses

O controle acionário das companhias abertas no Brasil é altamente concentrado (Silva & Leal, 2005). Tal fato, junto com um ambiente institucional que não oferece ampla proteção aos acionistas minoritários, faz com que, no Brasil, o principal conflito de agência não ocorra entre acionistas e gestores, como em outros mercados, mas, sim, entre acionistas controladores e minoritários (Anderson, 1999).

Neste cenário, um potencial conflito entre acionistas controladores e minoritários manifesta-se na distribuição de dividendos (Lopes & Walker, 2008). Em função da distinção entre ações ordinárias, que possuem direito a voto, e preferenciais, que não possuem direito a voto, os acionistas controladores e detentores das ações ordinárias, uma vez que não possuem direito preferencial de recebimento de dividendos, podem não ter interesse em pagá-los, visto que esses transferem suas riquezas para os acionistas minoritários, que também recebem dividendos, ao menos os obrigatórios por lei (Ahmed et al., 2002; Anderson, 1999; Lopes & Walker, 2008).

Assim, para que se verifique se tal relação existe, a seguinte hipótese será testada empiricamente:

H_0 : Há relação entre a concentração do controle acionário e a distribuição de dividendos nas companhias abertas brasileiras cujas ações sejam negociadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

Espera-se encontrar evidências que corroborem estudos anteriores, em que foram encontrados indícios de relação entre concentração acionária e conflitos sobre políticas de dividendos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Operacionalização da Pesquisa

Esta pesquisa pode ser considerada de natureza exploratória, realizada a partir de pesquisa bibliográfica. Ela tem por objetivo buscar evidências empíricas quanto à relação entre a concentração do controle acionário e a distribuição de dividendos nas companhias abertas brasileiras cujas ações sejam negociadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), fundamentando-se na Teoria de Agência.

A amostra das companhias abertas listadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) foi coletada por meio do software Economática, compreendendo 360 empresas, no período entre 2013 e 2016.

Para que fosse possível testar a hipótese apresentada anteriormente, foi utilizado, como proxy, o modelo de regressão apresentado na equação [1]. Neste modelo, foram classificadas como variável explicativa a concentração acionária, medida por meio do percentual de ações possuídas pelo acionista controlador e como variáveis de controle: proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, setor de empresa, endividamento (passivo/PL), liquidez da ação e tamanho da empresa. Como variável explicada foi considerado o payout, que é o percentual de distribuição dos dividendos pagos pelos acionistas sobre o lucro líquido do exercício ajustado.

$$PO_{ij} = \alpha + \beta_1 CA_{ij} + \beta_2 OP_{ij} + \beta_3 SE_{ij} + \beta_4 DP_{ij} + \beta_5 LI_{ij} + \beta_6 LA_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad [1]$$

Para cada empresa *i* no período *j*:

PO_{ij} : Proxy para pagamentos de dividendos (*Payout*)

α : Coeficiente de intersecção

CA_{ij} : Concentração acionária medida por meio da participação percentual do maior acionista

OP_{ij} : Proporção do direito de voto em relação ao direito ao fluxo de caixa do maior acionista, medido pela razão (Total de ações ON/ Total de ações PN)

SE_{ij} : Setor de atuação da empresa, de acordo com a BMF&Bovespa

DP_{ij} : Endividamento, medido pela razão (Passivo Total/ Patrimônio Líquido)

LI_{ij} : Liquidez da ação

LA_{ij} : Tamanho da empresa, medido pelo logaritmo do Ativo Total

ε_{ij} : Termo de erro da regressão

A inclusão da variável de controle de proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista foi fundamentado pelo estudo realizado por Lopes e Walker (2008) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). Segundo Lopes e Walker (2008), o acionista controlador, com uma grande quantidade de ações ordinárias e com uma quantidade menos significativa de ações preferenciais teria menor interesse na distribuição de dividendos. Para Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), as firmas com maior concentração das ações com direito de voto têm menores pagamentos de dividendos, pois o controlador optará por pagar menores dividendos, podendo expropriar os acionistas minoritários.

A variável de controle setor de atuação da empresa foi incluída por meio da pesquisa realizada por Ferreira *et al.* (2009), que identificou que a lucratividade pode ser diferente entre os setores e isto pode influenciar na decisão de investimento e política de dividendos das empresas.

O uso da variável de controle endividamento pode ser fundamentado por meio das pesquisas de Ahmed (2002), Pomerleano e Zhang (1999) e Titman e Wessels (1988). Para Ahmed (2002), o grau de endividamento teria relação com os conflitos sobre as políticas de dividendos porque um maior endividamento implicaria maiores obrigações, comprometendo o desempenho da firma e diminuindo os dividendos futuros. Pomerleano e Zhang (1999), ao estudarem as empresas de países latino-americanos e asiáticos, encontraram uma relação negativa entre o nível de endividamento com a rentabilidade e o tamanho das empresas. Titman e Wessels (1988) encontraram evidências empíricas nas empresas americanas de que há relação entre o nível de endividamento de longo prazo, rentabilidade e tamanho nas empresas americanas.

A utilização da variável liquidez da ação da empresa é indicada nas pesquisas de Gitman (2004), Gordon (1963) e Lintner (1962). Gitman (2004), Gordon (1963) e Lintner (1962) defendem a relevância da política de dividendos, por meio da teoria do “pássaro na mão”, que afirma que, para os investidores, é mais seguro receber dividendos do que ganhos

de capital no futuro. Assim, o valor e a liquidez das ações podem ser influenciados pela política de pagamento de dividendos.

A variável de controle tamanho da empresa foi incluída na proxy para pagamentos de dividendos devido aos resultados de pesquisas realizadas por Brito e Brito (2005), Dalmácio *et al.* (2005), Sutton (1997) e Hall (1987). Brito e Brito (2005) estudou a relação do tamanho das empresas com a distribuição de renda entre indivíduos. Dalmácio *et al.* (2005), Gupta (1980), Sutton (1997) e Hall (1987) encontraram relação positiva entre o tamanho e a lucratividade das empresas.

3.2 Seleção do Modelo de Regressão de Dados em Painel

Para o teste da hipótese deste trabalho, utilizou-se a regressão de dados em painel. Segundo Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), esta técnica consiste de observações de diversas entidades para dois ou mais períodos de tempo. Esta técnica combina características de séries temporais com dados em corte transversal e são amplamente utilizados nas ciências sociais. Para Brooks (2002), a utilização de dados em painel possibilita uma estimação mais eficiente, uma vez que permite uma maior quantidade de informações e mais graus de liberdade.

Inicialmente, os testes de validação tiveram a finalidade de analisar a aplicação do modelo de regressão de dados em painel estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou por análise em painel fixo ou aleatório.

Aplicou-se o teste de Breusch-Pagan, baseado no multiplicador de Lagrange, com a finalidade de analisar se o modelo MQO é mais adequado do que o modelo de dados em painel fixo ou aleatório. Este teste apresentou o p-valor = 0,74, rejeitando a hipótese da existência de possíveis efeitos aleatórios na amostra. Com isso, o modelo MQO, quando comparado com os modelos de análise em painel fixo ou aleatório, mostra-se mais adequado para esta amostra.

Posteriormente foi aplicado o teste de White, com a finalidade de analisar a heterocedasticidade dos resíduos da regressão. Os resultados do Teste de White destacaram a existência de heterocedasticidade nos resíduos da regressão, ou seja, os resíduos da regressão não possuem variância constante.

Com o intuito de corrigir o problema de heterocedasticidade utilizaram-se os estimadores de Mínimos Quadrados Ponderados (MQP). Os MQP são estimadores de mínimos quadrados com correção para heterocedasticidade, isto é, buscam atribuir um menor peso às observações que possuem maior variância do erro, ao contrário do MQO, adequado para quando a variância do erro é constante (Wooldridge, 2010).

4 RESULTADOS

4.1 Análise Exploratória dos Dados

O presente tópico apresenta uma discussão exploratória das observações coletadas, referente à concentração acionária, medida por meio do percentual de ações possuídas pelo acionista controlador. Os dados foram distribuídos por setor de atuação da empresa, de acordo com a BMF&Bovespa.

De forma geral, como pode ser observada na Tabela 1, a participação média do maior acionista foi de 44,4%, evidenciando que há alta concentração acionária no Brasil e confirmando os estudos realizados por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Okimura (2003), Claessens *et al.* (2002) e Lins (2003).

As maiores concentrações acionárias foram encontradas nos setores de utilidade pública, financeiro e de telecomunicações – segmentos oligopolizados e altamente regulados pelo governo. As menores concentrações acionárias foram encontradas nos setores de tecnologia da informação e saúde – segmentos menos oligopolizados da economia. Tal fato

pode sugerir que setores oligopolizados e altamente regulados pelo governo tendem a ter maior concentração acionária.

Tabela 1 – Estatística Descritiva da Concentração Acionária

Concentração Acionária	Total	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo Não-cíclico	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo, gás e biocomb.	Saúde	Tecnologia da Informação	Telecomunicações	Utilidade Pública
Média	44,4%	38,2%	37,3%	37,9%	56,3%	37,6%	37,3%	31,4%	27,1%	48,7%	57,6%
Mediana	39,0%	32,8%	33,4%	37,8%	54,5%	33,2%	44,3%	25,5%	15,3%	47,4%	57,7%
Desvio Padrão	27,7%	23,3%	23,4%	19,6%	31,6%	24,1%	20,5%	25,6%	30,0%	23,7%	26,2%
Variância	7,7%	5,4%	5,5%	3,8%	10,0%	5,8%	4,2%	6,6%	9,0%	5,6%	6,9%
Mínimo	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14,9%	0%
Máximo	100%	100%	100%	89,8%	100%	96,5%	63,0%	95,8%	97,8%	98,8%	100%
Número de observações	1.440	212	324	92	328	124	40	60	32	24	204

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economatica

4.2 Análise do Painel de Dados

Neste tópico são apresentados os resultados e a análise de regressão de dados em painel por meio de estimadores de Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), por meio da amostra coletada (1.440 observações).

Na Tabela 2, há indícios de que, no modelo de regressão proposto para as 1.440 observações, existe ao menos uma variável com poder estatisticamente significativo, dado o $p\text{-valor}(F) = 0,000180$. Dentre as variáveis explicativa e de controle, observa-se que a concentração acionária e a liquidez da ação apresentam $p\text{-valor}$ significativos ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Tabela 2 – Resultado da equação [1] por Métodos Quadrados Ponderados

	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística-t	P-valor
α	-0,4324140	0,2847480	-1,519	0,1291
CA_{ij}	0,0063319	0,0024692	2,5640	0,0104 **
OP_{ij}	-0,0009260	0,0054500	-0,1701	0,8650
SE_{ij}	-0,0033766	0,0207584	-0,1627	0,8708
DP_{ij}	-0,0001926	0,0028636	-0,0673	0,9464
LI_{ij}	0,5480930	0,2055910	2,6660	0,0078 ***
LA_{ij}	0,0322000	0,0196000	1,6380	0,1016
R^2				0,012805
R^2 Ajustado				0,008672
P-Valor(F)				0,005109
F(6, 1433)				3,097969

Nota: CA_{ij} é a participação percentual do maior acionista, OP_{ij} é a proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, SE_{ij} é o setor da empresa, DP_{ij} é o endividamento, LI_{ij} é a liquidez da ação e LA_{ij} é o tamanho da empresa. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economática

Ao analisar o sinal e o coeficiente da variável participação percentual do maior acionista (0,0063319), pode-se afirmar que a concentração acionária tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Quanto ao coeficiente da variável liquidez da ação (0,5480930), pode-se afirmar que a liquidez tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

A partir da análise do p-valor de todas as demais variáveis, observam-se indícios de que estas não se apresentam estatisticamente significativas, ao nível de 5%, embora cumpram seu papel de reduzir o erro estocástico da equação de regressão.

A relação positiva entre a concentração acionária das empresas e o pagamento de dividendos contraria com os resultados apresentados por Martinez (2001), Watts (2003) e Loss (2004). Por outro lado, os resultados encontrados neste estudo, sobre a relação positiva entre a concentração acionária e o pagamento de dividendos, corroboram com os achados de Hahn, Nossa, Teixeira, e Nossa (2010) e Carvalhal-da-Silva (2002). Este defende que a administração procede dessa forma para atender ao principal direito do acionista minoritário, que é o direito de receber dividendos, uma vez que os minoritários não controlam as empresas brasileiras.

Adicionalmente, segundo Hahn, Nossa, Teixeira, e Nossa (2010), a relação positiva da concentração acionária e do pagamento de dividendos também pode ser um indício de que os controladores utilizam-se da oportunidade de tomada de decisão em benefício próprio, uma vez que estes também são beneficiados com o pagamento de dividendos.

A relação positiva entre a concentração acionária e a liquidez da ação da empresa corrobora com as pesquisas de Gitman (2004), Gordon (1963) e Lintner (1962), que defendem que o valor e a liquidez das ações podem ser influenciados pela política de pagamento de dividendos.

Com o intuito de aprofundar este estudo, realizou-se a análise de regressão de dados em painel por meio de estimadores de Mínimos Quadrados Ponderados (MQP) para cada um dos setores de atuação das empresas, de acordo com critérios definidos pela BMF&Bovespa.

Dentre os dez setores de atuação das empresas da BMF&Bovespa, seis (bens industriais, consumo cíclico, materiais básicos, petróleo, gás e biocombustíveis,

telecomunicações e utilidade pública) apresentaram $p\text{-valor}(F) > 10\%$, trazendo indícios de que o modelo proposto não é válido. Por isso, seus dados não serão detalhados neste trabalho.

Quatro setores de atuação apresentaram $p\text{-valor}(F) < 1\%$, trazendo indícios de que, no modelo de regressão proposto, existe ao menos uma variável com poder estatisticamente significativo (consumo não cíclico, financeiro, saúde e tecnologia da informação).

Para o setor de consumo não cíclico (Tabela 3), pode-se afirmar que a liquidez da ação ($p\text{-valor}=0,0008$) tem poder explicativo estatisticamente válido no que se refere ao pagamento de dividendos. Ao analisar o sinal e o coeficiente da variável liquidez da ação (0,1995430), pode-se afirmar que a liquidez da ação tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Tabela 3 – Resultado da equação [1] por MQP para o setor de consumo não cíclico

	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística-t	P-valor
α	-0,2275430	0,2972880	-0,7654	0,4461
CA_{ij}	0,0002789	0,0023116	0,1207	0,9042
OP_{ij}	0,0035106	0,0034300	1,0230	0,3089
DP_{ij}	0,0009427	0,0017867	0,5276	0,5991
LI_{ij}	0,1995430	0,0572967	3,4830	0,0008 ***
LA_{ij}	0,0215203	0,0180788	1,1900	0,2372
R^2				0,243625
R^2 Ajustado				0,199649
P-Valor(F)				0,000180
F(5, 86)				5,540036

Nota: CA_{ij} é a participação percentual do maior acionista, OP_{ij} é a proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, DP_{ij} é o endividamento, LI_{ij} é a liquidez da ação e LA_{ij} é o tamanho da empresa. O setor da empresa (SE_{ij}) foi desconsiderado neste teste. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economática

Para o setor de financeiro (Tabela 4), pode-se afirmar que o tamanho da empresa ($p\text{-valor}=0,0021$) tem poder explicativo estatisticamente válido no que se refere ao pagamento de dividendos. Ao analisar o sinal e o coeficiente da variável tamanho da empresa (0,0374989), pode-se afirmar que o tamanho da empresa tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Tabela 4 – Resultado da equação [1] por MQP para o setor financeiro

	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística-t	P-valor
α	-0,2303570	0,2072540	-1,1110	0,2672
CA_{ij}	0,0001382	0,0018154	0,0761	0,9394
OP_{ij}	-0,0130067	0,0469952	-0,2768	0,7821
DP_{ij}	0,0001640	0,0013347	0,1230	0,9022
LI_{ij}	0,1906740	0,1431810	1,3320	0,1839
LA_{ij}	0,0374989	0,0120714	3,1060	0,0021 ***
R^2				0,046161
R^2 Ajustado				0,031350
P-Valor(F)				0,009198
F(5, 322)				3,116657

Nota: CA_{ij} é a participação percentual do maior acionista, OP_{ij} é a proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, DP_{ij} é o endividamento, LI_{ij} é a liquidez da ação e LA_{ij} é o tamanho da empresa. O setor da empresa (SE_{ij}) foi desconsiderado neste teste. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economática

No setor de saúde (Tabela 5), a concentração acionária (p-valor=0,0046) e a liquidez da ação (p-valor=0,0132) têm poder explicativo estatisticamente válido no que se refere ao pagamento de dividendos. Ao analisar o sinal e o coeficiente de ambas as variáveis (0,0087625 e 0,8833870, respectivamente), pode-se afirmar que ambos têm relação positiva com o pagamento de dividendos.

Tabela 5 – Resultado da equação [1] por MQP para o setor de saúde

	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística-t	P-valor
α	-0,0110482	0,1422500	-0,0777	0,9384
CA_{ij}	0,0087625	0,0029626	2,9580	0,0046 ***
OP_{ij}	0,0412886	0,0382247	1,0800	0,2849
DP_{ij}	0,0179037	0,0848992	0,2109	0,8338
LI_{ij}	0,8833870	0,3446820	2,5630	0,0132 **
LA_{ij}	-0,0053540	0,0161258	-0,3320	0,7412
R^2				0,252828
R^2 Ajustado				0,183646
P-Valor(F)				0,006400
F(5, 54)				3,654506

Nota: CA_{ij} é a participação percentual do maior acionista, OP_{ij} é a proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, DP_{ij} é o endividamento, LI_{ij} é a liquidez da ação e LA_{ij} é o tamanho da empresa. O setor da empresa (SE_{ij}) foi desconsiderado neste teste. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economática

Finalmente, para o setor de tecnologia da informação (Tabela 6), pode-se afirmar que a liquidez da ação (p-valor=0,000000652) tem poder explicativo estatisticamente válido no que se refere ao pagamento de dividendos. Ao analisar o sinal e o coeficiente da variável liquidez (2,1634200), pode-se afirmar que a liquidez tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Tabela 6 – Resultado da equação [1] por MQP para o setor de tecnologia da informação

	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística-t	P-valor
α	-0.0002639	0.0676377	-0.003902	0.9969
CA_{ij}	-0.0000293	0.0006185	-0.047430	0.9625
OP_{ij}	-0.0000843	0.0202661	-0.004163	0.9967
DP_{ij}	-0.0014564	0.0045424	-0.320600	0.7511
LI_{ij}	2.1634200	0.3317920	6.520000	6.52E-07 ***
LA_{ij}	0.0002416	0.0058652	0.041190	0.9675
R^2				0.675876
R^2 Ajustado				0.613544
P-Valor(F)				0.000010
F(5, 26)				10.84323

Nota: CA_{ij} é a participação percentual do maior acionista, OP_{ij} é a proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista, DP_{ij} é o endividamento, LI_{ij} é a liquidez da ação e LA_{ij} é o tamanho da empresa. O setor da empresa (SE_{ij}) foi desconsiderado neste teste. Significância: * a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados da Economática

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a concentração acionária e a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras que possuíam ações negociadas na BMF&Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), no período de 2013 a 2016.

Para realização deste estudo foram utilizados testes estatísticos usando a técnica regressão de dados em painel e estimadores de Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), na qual foram observados os resultados das regressões da amostra total (1.440 observações) e de quatro setores de atuação que apresentaram indícios de que, no modelo de regressão proposto, existe ao menos uma variável com poder estatisticamente significativo (consumo não cíclico, financeiro, saúde e tecnologia da informação).

Por meio dos testes realizados na amostra total, verificou-se que a concentração acionária e a liquidez da ação têm relação positiva com o pagamento de dividendos.

Os resultados empíricos desta pesquisa levam a não rejeição da hipótese H_0 , de que existe relação entre a concentração do controle acionário e a distribuição de dividendos, ao analisar-se a amostra constituída pelas empresas brasileiras cujas ações foram negociadas na BM&F Bovespa no período de 2013 a 2016.

A partir dos testes realizados na amostra setorial, verificou-se que:

- No setor de consumo cíclico, a liquidez da ação tem relação positiva com o pagamento de dividendos;
- No setor financeiro, o tamanho da empresa tem relação positiva com o pagamento de dividendos;
- No setor de saúde, a concentração acionária e a liquidez da ação têm relação positiva com o pagamento de dividendos;
- No setor de tecnologia da informação, a liquidez da ação tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Para pesquisas futuras, sugere-se explorar as particularidades dos diversos setores de atuação da empresa, buscando explicações para as variações nas variáveis explicativa e de controle na distribuição de dividendos.

6 REFERÊNCIAS

- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). *The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs*. *The Accounting Review*, v. 77, n. 4, p. 867-890.
- Alen, F., Bernardo, A. E., Welsh, I. (2000). *A theory of dividends based on tax clienteles*. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 6, p. 2499-2536.
- Anderson, C. W. (1999). *Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of Brazilian corporate debentures*. *Journal of Financial Economics*, v. 51, p. 45-84.
- Biancolino, C. A., Kniess, C. T., Maccari, E. A., & Rabechini Jr, R. (2012). *Protocolo para elaboração de relatos de Produção Técnica*. *Revista de Gestão e Projetos - GeP*, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 294-307.
- BM&FBovespa. (2017). *Produtos - Índices*. Recuperado em 07/07/2017 de: <<http://bmfbovespa.com.br>>.
- Brito, L. A. L., & Brito, E. P. Z. (2005). Tamanho e desempenho financeiro. In: *Anais do XXIX ENANPAD*, Brasília (DF).
- Brooks, Chris. (2002). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press: United Kingdom.
- Carvalho-da-Silva, A. L. (2002). *Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras*. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, pp. 348-361.
- Carvalho-da-Silva, A. L.; & Leal, R. (2005). *Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil*. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 1, n. 3, p. 1-18.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. *Journal of Finance*, v. 57, n. 6, p. 2741-2771.
- Dalmácio, F. Z., Louzada, L. C., Santanna, D. P., & Teixeira, A. J. C. (2005). *Relação entre a teoria da estratégia do posicionamento e parâmetros das demonstrações contábeis: uma aplicação no mercado brasileiro*. In: *Anais do 5º Congresso USP*, São Paulo, SP.
- Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J. (2007). *A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria da agência*. *Revista de Contabilidade e Organizações. FEARP/ USP*, v. 1, n. 1, p. 16-29.
- Duarte, P. C., Lamounier, W. M., & Takamatsu, R. T. (2007). Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, 7, São Paulo, p. 1-15.
- Economática. (2017). Base de Dados [Internet]. Recuperado em 19 de abril, 2017 de <https://economica.com/>
- Ferreira. E. S., Gonzaga, R. P., Nossa, S. N., Werneck, M. A., Ledo, B. C. A. (2009). Fatores relevantes para a emissão de títulos: um estudo empírico na Bovespa no período de 1998 a 2007. *XXXIII EnANPAD*. São Paulo.
- Fonseca, J. J. S. (2002). *Metodologia da pesquisa científica*. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.

- Gerhardt, T. E., & Silveira, D. T. (2009). *Métodos de Pesquisa*. Coordenado pela Universidade Aberta do Brasil – UAB/UFRGS e pelo curso de Graduação Tecnológica – Planejamento e Gestão para o Desenvolvimento Rural da SEAD/UFRGS. Porto Alegre.
- Gitman, L. J. (2004). *Princípios da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley.
- Gonzaga, R. P., & Costa, F. M. (2009). *A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa*. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109.
- Gordon, M. J. (1963). *Optimal investment and financing policy*. The Journal of Finance, v. 18, n. 2, p. 264-272.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2010). *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 Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n. 3, p. 15-48.
- Hall, B. H. (1987). *The relationship between firm size and firm growth in the U.S. manufacturing sector*. The Journal of Industrial Economics, v. 35, n. 4, p. 583-606.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data*. n. 54. Cambridge university press.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305-360.
- La Porta, R., Shleifer, A., & Lopez-de-Silanes, F. (1999). *Corporate Ownership around the World*. Journal of Finance, v. 54, n. 2, p. 471-517.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopes-de-Silanes, F., & Vishny, R. (1998). *Law and Finance*. Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopes-de-Silanes, F., & Vishny, R. (2000a). *Investor Protection and corporate valuation*. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopes-de-Silanes, F., & Vishny, R. (2000b). *Agency problems and dividend policies around the world*. The Journal of Finance, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado em 22 de abril, 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.
- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2012 (2012). Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 22 de abril, 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm.
- Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (2007). Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado em 22 de abril, 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm
- Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009 (2009). Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que

- especifica; e dá outras providências. Recuperado em 22 de abril, 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/111941.htm
- Lie, E. (2000). *Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash distributions*. The Review of Financial Studies, v. 13, n. 1 p. 219-247.
- Lins, K. V. (2003). *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 38, n. 1, p. 159-184.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. The Review Economics and Statistics, v. 44, n. 3, p. 243-269.
- Luz, A. C. C. (2000). *A Nova Lei das S.A. e a Governança Corporativa*. Speech on the Institute of International Research (IIR). São Paulo.
- Jenses, M.; & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305-360.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil*. Working Paper.
- Loss, L. (2004). *O Inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: um estudo aplicado às companhias brasileiras*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, ES.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras*. 2001. Tese de Doutorado. Departamento de Ciências Contábeis da Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1961). *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433.
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.
- Pomerleano, M, & Zhanh, X. (1999). *Corporate fundamentals and the behavior of capital markets in Asia*. In: Harwood, A., Litan, R. E.; Pomerleano, M. Financial markets & development: the crises in emerging markets. Washington: The Brookings Institution, p. 117-157.
- Procianoy, J. L. (1994a). *Os Conflitos de Agência entre Controladores e Monoritários nas Empresas Brasileiras Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: Evidências através do Comportamento da Política de Dividendos após as Modificações Tributárias ocorridas entre 1988-1989*. Tese de Doutorado. Departamento de Administração da Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Procianoy, J. L. (1994b). *O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes*. Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 74-84.

- Ross, S. A. (1973). *The economic theory of agency: the principal's problem*. The American Economic Review, v. 63, n. 2, p. 134-139.
- Schall, L. D., & Haley, C. W. (1988). *Introduction to Financial Management: Study Guide*. McGraw-Hill Inc., US.
- Silva, A. C.; & Leal, R. (2005). *Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil*. Revista Brasileira de Finanças, v. 1, n. 3, p. 1-18.
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas o Brasil*. Tese de Doutorado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.
- Stevenson, W. J. (2001). *Estatística aplicada à administração*. Editora Harbra Ltda.
- Sutton, J. (1987). *Gibrat's Legacy*. Journal of economic Literature, v. 35, n. 1, p. 40-59.
- Titman, S., Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice*. Journal of Finance, v. 43, n. 1, p. 1-19.
- Triviños, A. N. S. (1987). *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas.
- Watts, R. L. (2003) *Conservatism in accounting part I: explications and implications*. Accounting Horizons, v. 17, n. 3, p. 207-221.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.