

**DOS MECANISMOS DE PRESSÃO À POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS
BRASILEIRAS: analisando a visão do curto prazo**

RICELLIANO DE SOUZA CARDOSO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

DIEGO JIMMY SILVA DE OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

CLAYTON LEVY LIMA DE MELO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

ANDERSON LUIZ REZENDE MÓL

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

DOS MECANISMOS DE PRESSÃO À POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS: analisando a visão do curto prazo

1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMATIZAÇÃO DA PESQUISA

O atual processo de evolução da economia e expansão dos mercados financeiros tem se mostrado bastante próspero aos investimentos nos mercados de capitais à medida que as novas tecnologias promovem, em geral, maior volatilidade e visibilidade do mercado ao mesmo tempo que asseguram reduzidos tempos de negociação e custos de transação. Segundo dados da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), no início de 2021, o Brasil contava com mais de 3,2 milhões de investidores, dos quais 99% são pessoas físicas, uma evolução de mais de 500% em relação ao ano de 2010 (BRASIL, BOLSA E BALCÃO, 2021). Devido a esse processo de popularização dos investimentos financeiros, as empresas tiveram mais acesso a recursos viabilizando projetos de crescimento estratégico. Esse pujante desenvolvimento, aliado às boas perspectivas econômicas, tem chamado atenção da academia para a necessidade de estudos sobre “a nova cara” do mercado de capitais brasileiro a fim de compreender as nuances desse novo cenário, suas características e funcionamento (SOUZA; PEIXOTO; SANTOS, 2016).

Tendo em vista que os dividendos são a principal forma de as empresas recompensarem os acionistas, Correio et al. (2017) explicam que a relevância dos estudos sobre dividendos está associada principalmente ao interesse dos investidores em, ao buscar possibilidades de investimentos nos mercados de ações, considerarem especialmente os valores de distribuição de dividendos pelas empresas (*payout*). Em adição às políticas de investimento e de financiamento, a política de dividendos constitui o bloco mais importante das decisões em finanças corporativas. Com abrangente variabilidade entre as empresas e setores da economia, o tema vem sendo estudado desde a metade do último século, porém continua sendo uma das questões mais controversas para os pesquisadores de finanças (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2018).

A literatura sobre dividendos considera que o pagamento de elevados dividendos pode ser considerado como um mecanismo mitigador do problema de fluxo de caixa livre sob a responsabilidade de gestores oportunistas, submetendo-os à pressão de desempenho que o pagamento de dividendos contínuo e esperado implica. Como proventos elevados reduzem os lucros retidos, a empresa se submete ao intenso monitoramento do mercado de capitais, pois precisa levantar capital novo com mais frequência (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986). Apesar disso, Chen, Song e Goergen, (2019) afirmam que os gerentes preferem renunciar a projetos de investimento lucrativos ou levantar fundos externos do que reduzir o pagamento de dividendos em razão de eventuais penalidades decorrentes da redução dos dividendos. Essa extrema relutância pode ser atribuída às grandes penalidades incorridas pela redução de dividendos, tais como reações de preço negativas e significativas, grandes declínios na propriedade institucional, uma maior probabilidade de demissão do CEO e menos futuros assentos externos no conselho para altos executivos.

Não obstante a essa abordagem tradicional na qual o comportamento dos dividendos alinha os interesses do agente e principal, estudos como Driver, Grosman e Scaramozzino (2020) e Kleinknecht et al. (2020) levantam a existência de uma nova perspectiva em que os dividendos são utilizados de uma forma negativa empurrando os administradores a pagar mais dividendos, privando a empresa dos fundos necessários para um crescimento lucrativo.

Dessa forma, baseado nos problemas de agência, de Jensen e Meckling (1976), esta pesquisa busca discutir como o pagamento de dividendos é influenciado pela pressão de

investidores de curto prazo em detrimento dos investimentos estratégicos nas empresas brasileiras.

À vista do exposto, a presente pesquisa tem como principal questionamento qual a influência da pressão do investidor voltado ao curto prazo no pagamento de dividendos em empresas brasileiras que compõem o índice IBOV, listado na Brasil, Bolsa e Balcão (B3)?

A pesquisa se justifica pela necessidade de se aprofundar os estudos sobre os impactos que a visão de curto prazo exerce sobre o crescimento estratégico das empresas. Trabalhos anteriores (MIO; ZARO; FASAN, 2020) mostraram que a visão de curto prazo, às custas da criação de valor de longo prazo, é um forte fator para a insustentabilidade econômica, ambiental e social das empresas. Dessa forma, ao ponderar como a perspectiva de curto prazo influencia o pagamento de dividendos no mercado brasileiro, com vistas a alinhar o interesse entre o principal e o agente, busca-se analisar se essa forma de mitigação dos problemas de agência tende a intensificar o problema de fluxo de caixa para investimentos estratégicos. Assim, considerando o papel dos dividendos no contexto adotado nesse estudo, investigamos se o “remédio” contra os problemas de agência atualmente utilizados não teria consequências piores que a própria “doença”.

Além disso, apesar dos avanços nos estudos sobre o comportamento dos dividendos no mercado brasileiro, a pesquisa sobre essa temática carece de atenção especial em razão de particularidades existentes na forma de distribuição de lucros aos acionistas no país, tais como, a existência de juros sobre capital próprio, a diferenciação de ações ordinárias e preferenciais, a concentração acionária e a figura dos dividendos mínimos obrigatórios. Assim sendo, os trabalhos sobre dividendos no Brasil, tomando as heterogeneidades expostas, desenvolvem-se paralelamente aos realizados em países com mercados de capitais mais desenvolvidos e com maior proteção legal aos acionistas, como Estados Unidos da América, Reino Unido, Alemanha e Japão (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SOUZA; PEIXOTO; SANTOS, 2016).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

As questões relacionadas à política de dividendos e distribuição de proventos têm sido estudadas há pelo menos cinco décadas. Em bloco com as políticas de investimento e de financiamento, a política de dividendos forma o conjunto decisório mais sensível e importante das finanças corporativas (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

A política de dividendos refere-se ao conjunto de decisões tomadas pelos administradores da companhia sobre o pagamento (ou não) de dividendos, especialmente quanto, como e quando distribuir os lucros auferidos aos acionistas ao longo do tempo. Em seus fundamentos, considera, em particular, as fontes de capital disponíveis e seu respectivo custo, a necessidade de capital para novos investimentos na empresa, o percentual do lucro a ser distribuído aos acionistas e a preferência dos acionistas em receber rendimentos regulares ou futuros (GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2018; SOUZA; PEIXOTO; SANTOS, 2016).

Dentre os estudos precursores sobre o comportamento dos dividendos, atribui-se ao trabalho de Lintner (1956) muito do que se sabe sobre a propensão e a intensidade dos pagamentos. Em um estudo dividido em duas fases nas quais foram realizadas (1) entrevistas com CEOs (*Chief Executive Officers*) de 28 grandes empresas americanas e (2) uma fase empírica na qual foi avaliado o comportamento dos dividendos das empresas analisadas na fase anterior através de modelos econométricos, Lintner (1956) assevera que os acionistas têm preferência pela estabilidade dos dividendos e que para as ações de empresas que apresentam estabilidade ou taxa crescente (*gradual*) dos dividendos é oferecido um prêmio pelo mercado. Além disso, percebeu que a política de dividendos era definida antecipadamente às demais e

que essas outras políticas tais como investimentos, endividamento e manutenção de caixa viriam a ser estabelecidas com base em um dado volume de dividendos.

Posteriormente, Miller e Modigliani (1961), em seu artigo sobre o efeito da política de dividendos sobre o preço atual das ações de uma companhia, demonstraram a irrelevância dos dividendos para a determinação do valor da empresa na ausência de imperfeições de mercado, sendo este valor, influenciado apenas pelas decisões de investimento da empresa. Esse trabalho impulsionou grande parte das investigações sobre as diversas imperfeições do mercado que refletem na política de dividendos, inspirando os primeiros estudos sobre os motivos e consequências do pagamento dos dividendos (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Os estudos sobre as imperfeições do mercado contribuíram notavelmente para a compreensão do comportamento dos dividendos e desenvolveram diferentes paradigmas para o tema que incluem, dentre outros, (a) o efeito tributário (ELTON; GRUBER, 1970; MILLER; SCHOLLES, 1982); (b) a hipótese do efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961); (c) Efeito dos custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976); (d) teoria da sinalização (BHATTACHARYA, 1979); (e) Efeito risco (BLACK; SCHOLLES, 1974).

Apesar dos diversos estudos realizados, Galvão, Dos Santos e De Araújo (2018) afirmam que as questões concernentes às políticas de dividendos ainda fazem parte da classe de problemas mais contestadas em finanças. Nessa esteira, apesar de reconhecer que não há uma teoria abrangente acerca do pagamento de dividendos, Driver, Grosman e Scaramozzino (2020) afirmam que o consenso que existe sobre o comportamento de dividendos parece se basear em uma série de fatos estilizados acerca do conceito de dividendos desempenhando o papel de manter os administradores “honestos”.

Em um ambiente onde está presente a separação entre a propriedade e a gestão dos recursos, relações conflituosas entre acionistas (principal) e administradores (agente) emergem. Esses conflitos ocorrem, pois em uma sociedade por ações, os principais outorgam a gestão dos recursos aos agentes para administrar o negócio em seu nome com o intuito de maximizar seus benefícios, entretanto o conflito surge quando se pressupõe que o gestor também busca maximizar seus benefícios e a questão principal é se esses gerentes estão atuando para os proprietários ou para eles próprios. Os problemas que surgem nas firmas resultantes desse conflito de interesses são tratados pela teoria da agência que enfatiza e busca a redução desses problemas (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse contexto, para mitigar o conflito de agência, a distribuição de dividendos desempenha papel importante, pois com menos recursos discricionários à disposição dos agentes, os gestores ficam pressionados a rejeitar projetos não lucrativos ou não os utilizar de outras maneiras que sejam prejudiciais para os acionistas (EASTERBROOK, 1984). Essa é a narrativa teórica mais bem aceita e duradoura, entretanto, Driver, Grosman e Scaramozzino (2020), fundamentados em novas características dos mercados de capitais, nos quais as novas tecnologias promovem, em geral, maior volatilidade e visibilidade do mercado ao mesmo tempo que asseguram reduzidos tempos de negociação e custos de transação, alertam para uma nova perspectiva, na qual a pressão excessiva de acionistas, executivos e membros do conselho focados em retornos de curto prazo compelem a empresa a devolver mais recursos aos acionistas por meio dos dividendos, dessa forma, privando a empresa dos fundos necessários para um crescimento lucrativo. Essa falha pode ser originada em um crescente complexo de camadas de intermediação entre investidores institucionais e empresas resultando em um foco no retorno de curto prazo.

Corroborando com esse entendimento, a literatura científica vem observando que um crescente corpo de evidências sugere uma prevalência da visão de curto prazo nos negócios, em que os gerentes priorizam investimentos que impulsionam os resultados de curto prazo em detrimento dos investimentos de longo prazo (KLEINKNECHT et al., 2020; SOUDER et al., 2016). Como Mio, Zaro e Fasan (2020) explicam, as empresas podem tomar decisões que

umentem apenas o desempenho de curto prazo devido às preferências dos acionistas e que a pressão sobre os gestores para atender às expectativas do mercado de capitais é um dos principais impulsionadores do curto prazo corporativo, prejudicando assim a capacidade das companhias de investir e inovar no longo prazo.

E essa não parece ser uma preocupação apenas da academia. Lazonick (2014) mostra que de 2003 a 2012, as empresas do S&P 500 gastaram 91% de sua receita líquida agregada (um total de \$ 2,4 trilhões) em recompras e dividendos, negligenciando investimentos para o desempenho futuro das corporações. No mesmo intento, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, sigla em português) tem alertado que o ativismo dos acionistas ordinariamente vem assumindo a forma de pressão pelo retorno do dinheiro e pode estar prejudicando os investimentos produtivos, além disso, advertem que os investidores preferem empresas que realizam mais recompras e dividendos em comparação com aquelas que embarcam em estratégias de investimento de longo prazo (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2015).

Dessa forma, a visão de curto prazo associada as novas características dos mercados de capitais indicam uma possível explicação alternativa para o comportamento dos dividendos, distanciando-se da visão tradicional da Teoria da Agencia que exclui implicitamente qualquer consideração de curto prazo a menos que derivem de preferências gerenciais.

2.2 MECANISMOS DE PRESSÃO POR DIVIDENDOS

Segundo Mio, Zaro e Fasan (2020) uma das principais causas da insustentabilidade econômica, ambiental e social das empresas é a ênfase excessiva no desempenho de curto prazo às custas da criação de valor de longo prazo. Sustentam esses autores que a visão de curto prazo é indubitavelmente diametral à de sustentabilidade e que uma empresa orientada para o curto prazo não pode ser sustentável.

Estudos anteriores mostraram que a preferência pelo curto prazo conduz a consequências não esperadas para a capacidade de agregação de valor de longo prazo da empresa. À vista disso, Zhang e Gimeno (2016) examinaram o impacto da pressão dos lucros no comportamento competitivo de companhias aéreas dos EUA, em seus resultados encontraram evidências que apontam que a pressão de lucros leva a *trade-offs* de curto prazo versus longo prazo pelos gestores que podem potencialmente prejudicar a competitividade de uma empresa a longo prazo. Isso ocorre porque o não cumprimento das expectativas de ganhos dos analistas pode causar frustrações no *valuation* de suas empresas, levando os gestores a procurar opções para sustentar os preços das ações no curto prazo (KLEINKNECHT et al., 2020).

Thanassoulis e Somekh (2016) estudaram como o horizonte de tempo de investimento impacta na motivação do acionista. Utilizando-se de dados de empresas americanas e alemãs, foram explorados os efeitos dos investidores corporativos com visão de curto prazo na tomada de decisões do conselho de administração e quaisquer efeitos colaterais que isso possa ter no setor. Em seus resultados, os autores afirmam que, quando os investidores estão incertos sobre a capacidade das empresas, alguns gerentes investem de forma ineficiente em uma tecnologia arriscada para se apresentar como uma empresa de alta capacidade, aumentando o preço das ações no curto prazo. Essa demanda “artificial” pela tecnologia arriscada leva a uma bolha no preço do insumo necessário, aumenta o custo do capital próprio para todas as empresas e gera retornos em excesso previsíveis.

Em estudo que explorou a ideia de que os dividendos refletem a pressão do investidor de curto prazo por pagamentos em detrimento de investimentos de capital estratégico, Driver, Grosman e Scaramozzino (2020) demonstraram que no Reino Unido a pressão de curto prazo exercida por acionistas, executivos e membros do conselho impelem a

empresa a devolver mais recursos aos acionistas por meio dos dividendos. Esse trabalho evidenciou que o pagamento de dividendos das empresas listadas na FTSE 100ⁱ é positivamente influenciado por variáveis que podem ser plausivelmente interpretadas como representativas da exposição à pressão dos investidores de curto prazo.

Segundo Martins e Famá (2012), entre os anos de 1990 e 2010, os trabalhos sobre políticas de dividendos no Brasil analisaram a identificação de fenômenos típicos da teoria da agência no mercado de capitais brasileiros, por meio da política de dividendos, da assimetria da informação, na existência do efeito clientela no mercado brasileiro, na influência dos tributos na política de dividendos e nos determinantes da política de dividendos. Entretanto, mesmo com grande discussão entre as escolas de finanças, a pesquisa sobre política de dividendos não chegou a nenhum consenso, mostrando-se ainda profícua ao aprofundamento (GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2019).

Com vultuoso crescimento no quantitativo de investidores na bolsa de valores brasileira, aliado aos novos recursos tecnológicos e às boas perspectivas econômicas, o foco de curto prazo tem chamado atenção da academia para a necessidade de estudos sobre o tema no mercado de capitais brasileiros a fim de compreender as novas características desse cenário, seu funcionamento e impactos na política de dividendos das empresas. Dessa forma, o presente artigo, baseado nos estudos de Driver, Grosman e Scaramozzino (2020), explora a ideia de que investidores com foco no curto prazo exercem pressão no pagamento de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3 por meio dois mecanismos principais, notadamente por meio de padrões de governança com foco no acionista e por meio de negociações de curto prazo.

Pressão dos investidores por meio de mecanismos de governança corporativa. Estudos relacionando o efeito da governança e a distribuição de dividendos aos acionistas foram realizados tanto no âmbito nacional quanto internacional.

La Porta et al., (2000), em estudo 4.000 empresas de 33 países ao redor do mundo, verificaram que a maior proteção ao acionista está relacionada com uma maior distribuição de dividendos, além disso, observaram que em países com maior proteção ao acionista, as empresas de crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas de crescimento lento, o que é consistente com a ideia de que acionistas legalmente protegidos estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Por outro lado, acionistas mal protegidos parecem receber todos os dividendos que podem obter, independentemente das oportunidades de investimento.

Em contrapartida, Jiraporn Kim e Kim (2011) investigaram como a qualidade geral da governança corporativa de uma empresa afeta a sua política de dividendos. Utilizando-se de uma amostra com mais de 16.000 observações, por meio de regressões *logit*, os autores concluíram que acionistas de empresas com melhor qualidade de governança podem forçar os gestores a desembolsar mais caixa por meio de dividendos, reduzindo, assim, eventuais recursos para expropriação por gestores oportunistas.

No âmbito nacional, Souza, Peixoto e Santos (2016) também investigaram a relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos em empresas brasileiras. Por meio de regressão com dados em painel (*Pooled-OLS*), os autores também encontraram relação positiva entre melhores práticas de governança e pagamento de dividendos. Como evidenciado por La Porta et al. (2000), conflitos de agência ampliam-se no cenário de países com leis mais brandas e *enforcement* deficiente, tal qual o Brasil, entende-se que os dividendos são mais valorizados pelos acionistas que podem exercer pressão para o maior pagamento.

No escopo da governança, dentre os mecanismos utilizados para assegurar que as firmas garantam maior rentabilidade a partes interessadas, destaca-se o conselho de administração.

Segundo Dos Santos et al. (2018), o conselho de administração deve representar os acionistas e tem a responsabilidade de decidir em nome deles, sendo assim um órgão de gestão e monitoramento dos interesses dos acionistas. Para isso, a composição, o tamanho e as atribuições dos conselheiros nas organizações são fatores que contribuem e explicam o desempenho das empresas. De acordo Driver, Grosman e Scaramozzino (2020), apesar de os conselheiros independentes terem menos conhecimentos das operações da empresa em relação aos executivos, precisam julgar entre a retenção e o pagamento de dividendo, por exemplo. Quando há uma composição maior de conselheiros independentes, estudos mostram (por exemplo, Dos Santos et al. (2018)) que há um melhor desempenho da empresa, afetando positivamente o valor de mercado e contribuindo mais para a redução do conflito entre o acionista e os executivos da agência. Paralelamente, Gondrige, Clemente e Espejo (2012) asseveram que o tamanho do conselho é considerado outro importante mecanismo de controle e que permite o alinhamento dos interesses entre agente e principal. Nessa conjuntura, é possível entender que essa redução do conflito se deve essencialmente ao maior pagamento de dividendos.

Verificou-se, ainda, que executivos são incentivados a não desafiar a pressão dos investidores em razão da vinculação de suas remunerações ao preço atual das ações, induzindo, assim, a uma orientação ao curto prazo (BROCHET; LOUMIOTI; SERAFEIM, 2015).

Então, podemos entender que quanto maior a composição do conselho de administração e mais desequilibrada sua composição em favor de conselheiros independentes, maior a pressão por pagamento de dividendos.

Hipótese 1 (H1): uma maior composição do conselho de administração e uma proporção mais desequilibrada de membros independentes pressionam mais as empresas a retornar recursos por meio de dividendos.

Pressão dos investidores por meio de negociações de curto prazo (swing trading). Uma das maiores dificuldades em manter os preços das ações em um patamar aceitável são as ações negociadas por investidores de curto prazo. Fang, Tian e Tice (2014), em estudo sobre a influência da liquidez em investimentos de inovação, verificaram que empresas com ações mais líquidas torna-se mais propensas a aquisições hostis e atrai investidores de comportamento de curto prazo para buscar lucros, pressionando as empresas a cortar o investimento em inovação para aumentar os lucros de curto prazo.

Na mesma linha, Driver, Grosman e Scaramozzino (2020) identificaram que o aumento da atividade de negociação de ações por parte de operadores de curto prazo é uma preocupação das empresas e isso pode aumentar o pagamento de dividendos, visto que a alta liquidez atrai investidores provisórios que negociam com alta frequência buscando lucros imediatos. Dessa forma, as empresas podem sofrer pressão de curto prazo e tornar-se mais propensas a agradar os investidores com maiores dividendos, visando aumentar o tempo de holding.

Seguindo essa perspectiva, a inteligência da proposição é que a maior vulnerabilidade das empresas a negociações com oscilação as forçará a defender o preço das ações buscando pagar mais dividendos.

Outra forma de evidenciar a pressão dos investidores com visão de curto prazo é a exposição da companhia a *traders* de curto prazo.

Diferentemente da visão tradicional de proprietário, na qual o objetivo é comprar e manter a ação (*buy and hold*) esperando o crescimento sustentável da empresa, há uma forma de negociação bastante empregada por investidores de curto prazo na qual o ativo é mantido por um período curto de dias até ser vendido com ganho pretendido: *swing trading*. Nesse tipo de negociação, os investidores exploram o ganho por meio da valorização dos ativos e também

por meio do pagamento de dividendos, focando em ações com alta liquidez – como grandes empresas. Esse tipo de operação pode ser caracterizada por negociações de ações de grandes empresas, com alto giro e baixas diferenças (*spreads*) entre o preço ofertado (*bid*) e o demandado (*ask*) de um título (*bid-ask spread*) (GALLAGHER; GARDNER; SWAN, 2013).

Dessa forma, acredita-se que companhias com maior exposição a negociação de curto prazo (*swing trading*) adotam uma postura mais defensiva contra as oscilações em seus ativos e tendem a pagar mais dividendos buscando estabilização.

Dito isso, propomos a seguinte hipótese:

Hipótese 2 (H2): empresas com maior giro de ações (*turnover*) e com maior exposição ao comportamento de *swing trading* são mais pressionadas a pagamentos de mais dividendos.

3. METODOLOGIA

3.1 Dados e Plano Amostral

Os dados econômico-financeiros das empresas estudadas são oriundos da base de dados Economatica® ao passo que os dados sobre governança corporativa foram extraídos da Thomson Reuters Eikon®. A amostra foi composta de observações anuais das companhias não financeiras listadas no índice Ibovespa (IBOV), da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), listado entre janeiro e abril de 2021. A coleta de dados abrangeu o período de 10 anos, especificamente entre os anos de 2011 a 2020, tendo em vista serem os dados disponíveis mais recentes. O setor financeiro foi excluído da amostra em consonância com os estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Souza, Peixoto e Santos (2016) em razão das peculiaridades inerentes à estrutura de capital do setor e à forte regulação do setor o que pode promover impactos na distribuição de dividendos.

Na elaboração do modelo, foram utilizadas as seguintes variáveis discutidas pela literatura que podem influenciar no pagamento de dividendos e que podem ser racionalmente interpretadas como representativas da exposição à pressão dos investidores de curto prazo, segundo as hipóteses traçadas.

Variável dependente: **DIVAT** (Dividendosⁱⁱ/Ativo Total) – soma dos pagamentos em dinheiro aos acionistas (dividendos e dos juros sobre o capital próprio) pelo ativo total, representando o tamanho relativo do fluxo de caixa distribuído aos acionistas. Tendo em vista a intensa variação do lucro que nem sempre é acompanhada por uma correspondente variação nos dividendos, especialmente quando há distribuição de dividendos em situação de prejuízos contábeis, o denominador Ativo Total evita variações inexistentes na variável dependente, evidenciando um comportamento mais linear no tempo (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; LINTNER, 1956).

Variáveis explicativas de pressão de curto prazo: **INDCA** (Proporção de membros independentes) – variável *proxy* que busca representar a pressão do investidor pela participação dos conselheiros independentes nas decisões relacionadas à política de dividendos (DRIVER; GROSMAN; SCARAMOZZINO, 2020). Divisão do quantitativo de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros por companhia (DOS SANTOS et al., 2018). **TAMCA** (Tamanho do Conselho de Administração) – variável *proxy* também interpretada como representativa da pressão do investidor de curto prazo à medida que a maior representatividade reproduz melhor os anseios dos investidores (DOS SANTOS et al., 2018; GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012).

Turnover (Giro de ações) – variável *proxy* que pretende evidenciar a pressão do investidor de curto prazo por meio da alta rotatividade de ações. Para seu cálculo dividiu-se o volume

financeiro negociado anualmente pelo número de ações multiplicado pelo preço de fechamento (CORREIA; AMARAL, 2014; SILVA et al., 2016).

Swing (Comportamento de negociação em *swing*) – Variável composta representada por uma *dummy* que denota a caracterização de operações de *swing trade*. Sendo igual a 1, se e somente se, *SIZE* e *Turnover* estiverem no quartil superior e *BAS* estiver abaixo da média (DRIVER; GROSMAN; SCARAMOZZINO, 2020).

Variáveis de controle: Size (Tamanho) – medido pelo logaritmo natural do ativo total (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; PROCIANOY; VANCIN, 2014).

ROA_{t-1} (*Return on Asset*) – variável *proxy* que representa o desempenho da empresa usando medidas de mercado e operacionais (CHEN; SONG; GOERGEN, 2019; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Q de Tobin – medida de oportunidade de crescimento da empresa, representada pelo valor de mercado e o valor contábil do passivo circulante da empresa, dividido pelo valor contábil dos ativos circulantes da empresa (CHEN; SONG; GOERGEN, 2019; DOS SANTOS et al., 2018).

Alavancagem (Endividamento) – medida pela relação entre o capital de terceiros e o ativo total. Estudos sobre finanças geralmente associam a relação entre dividendos e alavancagem a um efeito de sinalização. Assim sendo, ao aumentar os níveis de endividamento da empresa, os gestores emitem um sinal crível de que a empresa espera um fluxo de caixa futuro elevado. Entretanto, estudos mostram que há relação inversa entre alavancagem e o pagamento de dividendos (GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2019)

LPA (Lucro por ação) – variável de desempenho que denota a relação da lucratividade por medidas de mercado (LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017).

Quadro 01 – Descrição das variáveis das regressões

Variável	Relação Esperada	Descrição	Operacionalização	Embasamento teórico
DIVAT	Var dependente	Proventos pagos em relação ao ativo total da empresa	Pagamento em dinheiro aos acionistas dividido pelo ativo total da empresa	(FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; LINTNER, 1956)
INDCA	(+)	Proporção de membros independentes do conselho	Divisão de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros por companhia	(DOS SANTOS et al., 2018; DRIVER; GROSMAN; SCARAMOZZINO, 2020)
TAMCA	(+)	Tamanho do conselho	Logaritmo natural do tamanho do conselho	(DOS SANTOS et al., 2018)
<i>Turnover</i>	(+)	<i>Turnover</i> da Ação	Divisão do volume financeiro negociado sobre quantidade de ações em circulação multiplicado pelo preço de fechamento	(CORREIA; AMARAL, 2014; SILVA et al., 2016)
<i>Swing</i>	(+)	Comportamento de negociação em <i>swing</i>	Variável <i>dummy</i> sendo igual a 1 se, e somente se, <i>Size</i> e <i>Volume</i> estiverem no quartil superior e <i>BAS</i> estiver abaixo da média	(DRIVER; GROSMAN; SCARAMOZZINO, 2020)
Size	(+)	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do ativo total	(FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; PROCIANOY; VANCIN, 2014; SOUZA; PEIXOTO; SANTOS, 2016)
ROA _{t-1}	(+)	Retorno sobre o ativo em t-1	Lucro operacional (antes de despesas financeiras) dividido pelo ativo total da empresa	(CHEN; SONG; GOERGEN, 2019; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015)
Q de Tobin	(+)	Indicador de oportunidade de crescimento	$Q = (VMAO + VMAP + DIVT) / AT$	(CHEN; SONG; GOERGEN, 2019; DOS SANTOS et al., 2018)

			Onde, VMAO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil do exigível total (PC – AC + ELP + Estoque); AT = Ativo Total	
Alavancagem	(–)	Endividamento	Relação entre o capital de terceiros e o ativo total	(JIRAPORN; KIM; KIM, 2011; LA PORTA et al., 2000)
LPA	(+)	Lucro por ação	Relação entre o Lucro Líquido do Exercício e o número de ações emitidas	(LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017)

Fonte: elaborado pelos autores

3.2 Modelo Proposto

A fim de verificar a influência da pressão do investidor voltado ao curto prazo no pagamento de dividendos em empresas brasileiras não-financeiras que compõem o índice IBOV, realizou-se a análise dos dados em painel balanceado.

Inicialmente, foi necessário analisar qual o modelo se apresentaria mais adequado ao estudo dos dados, para isso, considerou-se uma importante característica da amostra utilizada que exerce influência na metodologia da pesquisa que é o fato de o valor pago a título de proventos é igual a zero em mais de 10% das observações. Além disso, seu valor é censurado em zero, em outras palavras, as empresas que se encontram em adversidades financeiras não são capazes de captar recursos sob a forma de dividendos negativos. Dessa forma, considerando a necessidade de descrever relações entre uma variável dependente censurada, neste caso não negativa, e uma ou mais variáveis independentes e visando a robustez dos resultados, foi aplicada a técnica de análise *tobit* com dados em painel, tendo em vista que essa técnica possibilita maior precisão das diferenças existentes entre cada *cross-section*, além de permitir a análise de evolução temporal do fenômeno para cada indivíduo. Adicionalmente, ela possibilita a análise de uma maior quantidade de informações, maior variabilidade dos dados, menor multicolinearidade entre as variáveis, maior grau de liberdade e maior eficiência quando da estimação de seus parâmetros, sendo sua estimação feita por máxima verossimilhança. Uma limitação é que os modelos de *tobit* com dados em painel devem ser modelados por efeitos aleatórios, já que os efeitos fixos apresentam o problema de parâmetros incidentais (FÁVERO, 2013; WOOLDRIDGE, 2014).

Visando comparar o modelo *tobit* em painel com efeitos aleatórios com o modelo *tobit* pooled, foi performado o teste de Razão de Verossimilhança (LR Test), tendo-se verificado que o modelo *tobit* em painel com efeitos aleatórios é globalmente válido, indicando que os coeficientes estimados apresentam, conjuntamente, ajustamento satisfatório.

A partir das variáveis discutidas, o modelo econométrico foi proposto como se segue:

$$DIVAT_{i,t} = \alpha + DIVAT_{i,t} + INDCA_{i,t} + TAMCA_{i,t} + Turnover_{i,t} + Swing_{i,t} + Size_{i,t} + ROA_{i,t-1} + QdeTobin_{i,t} + Alavancagem_{i,t} + LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde *i* e *t* representam a empresa e o ano, respectivamente, e α e ε representam o intercepto e o termo de erro. A lista de variáveis utilizadas, seus sinais esperados, suas descrições e formas de operacionalização encontram-se no Quadro 1.

Estimado o modelo econométrico, foi analisado o atendimento dos pressupostos da regressão. Inicialmente considerou-se a eventual existência de correlação entre as variáveis independentes. Para controle de eventual presença de multicolinearidade, analisou-se a

correlação das variáveis independentes e as respectivas significâncias por meio da Matriz de Correlação de Spearman (Tabela 02), procedendo-se a remoção/adição de possíveis variáveis correlacionadas. Em seguida, foi procedido o diagnóstico da presença de multicolinearidade por meio da análise do Fator de Inflação da Variância (VIF) que indicou ausência de variável com valor superior a 5 sendo preconizado pela literatura o limite no valor 10 para ausência de multicolinearidade.

Outro problema possível perturbador do estimador de máxima verossimilhança é a ausência de normalidade dos resíduos. Os testes estatísticos do modelo indicaram que foi rejeitada a hipótese nula de normalidade por meio do teste de *Shapiro-Wilk*. Contudo, o fato de apresentar não normalidade dos resíduos não invalida o modelo pelo fato dos estimadores de máxima verossimilhança geralmente apresentarem normalidade assintótica (WOOLDRIDGE, 2014).

Por fim, para controle da heterocedasticidade, segundo Wooldridge (2014), é necessária a utilização de estimações que considerem erros-padrões robustos ou por *bootstrap*. Tendo em vista que a estimação foi realizada no software STATA®, utilizando-se o pacote *xttobit* e este permite apenas a estimação por *bootstrap*, esta técnica foi utilizada a fim de gerar robustez às estimações.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise descritiva dos dados foi evidenciada na Tabela 01, na qual são discriminados os valores de média, desvio-padrão e valores mínimos e máximos as variáveis propostas:

Tabela 01 – Análise descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
DIVAT	0,0281605	0,0350806	0	0,2099618
INDCA	0,3504414	0,2322498	0	1
TAMCA	2,248954	0,319243	1,098612	3,178054
<i>Turnover</i>	1,072416	1,08346	0	11,98885
<i>Swing</i>	0,0673575	0,2509654	0	1
ROA _{t-1}	3,802219	9,432407	-123,9626	26,82915
Size	23,81054	1,305697	20,78261	27,55415
Q de Tobin	1,311261	0,8448368	-0,2078987	5,627775
Alavancagem	0,6028287	0,2083551	0,0539523	1,464454
LPA	0,2924988	3,732874	-37,71889	7,908365

Nota: Legenda: DIVAT: Proventos pagos em relação ao ativo total da empresa; INDCA: Proporção de membros independentes do Conselho de Administração; TAMCA: Logaritmo natural do tamanho do Conselho de Administração; *Turnover*: *Turnover* da Ação; *Swing*: Comportamento de negociação em *swing*; ROA_{t-1}: Retorno sobre o ativo em t-1; Size: Logaritmo natural do tamanho da empresa; QdeTobin: Indicador de oportunidade de crescimento; Alavancagem: Relação entre o capital de terceiros e o ativo total; LPA: Lucro por ação

Inicialmente, destaca-se a média da variável dependente DIVAT que corresponde a aproximadamente 0,03. No contexto estudado, isso significa que, em média, as empresas não-financeiras listadas no IBOV distribuíram aos seus acionistas cerca de R\$ 0,03 em dividendos para cada R\$ 1,00 de ativos constante em seu balanço. A amostra foi composta por 386 observações divididos em 66 clusters. Outro destaque a ser feito é o valor mínimo em zero observado nessa variável (censura à esquerda). Em razão dessa característica, optou-se pelo modelo *tobit* com dados em painel, tendo em vista que os resultados da estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) não trazem estimativas consistentes dos parâmetros, pois o

intervalo restrito da variável dependente torna a amostra censurada não representativa da população.

Na Tabela 02, é apresentada a Matriz de Correlação das variáveis da pesquisa.

Tabela 02 – Matriz de Correlação

	DIVAT	INDCA	TAMCA	Turnover	Swing	ROA _{t-1}	Size	Q de Tobin	Alavancagem	LPA
DIVAT	1,0000									
INDCA	0,0280	1,0000								
TAMCA	-0,0707	0,2591*	1,0000							
Turnover	-0,0058	0,2405*	0,3258*	1,0000						
Swing	0,0458	-0,0835	0,2124*	-0,1596*	1,0000					
ROA_{t-1}	0,7372*	0,1322*	0,1688*	0,0172	0,0649	1,0000				
Size	0,3112*	0,3343*	0,3503*	-0,4050*	*	0,3044*	1,0000			
Q de Tobin	0,4916*	0,1638*	0,2014*	-0,0323	0,0282	0,5042*	0,4524*	1,0000		
Alavancagem	0,3313*	0,0474	0,0408	-0,1529*	0,0918	0,3637*	0,2528*	-0,0591	1,0000	
LPA	0,4301*	-0,0083	-0,0162	-0,1212*	0,0769	0,4558*	0,0545	0,1817*	-0,2275*	1,0000

Nota: Correlação de Spearman. * = Nível de significância a 5%

A análise da Matriz de Correlação permite identificar a associação e a respectiva intensidade entre as variáveis. Pela análise da matriz supracitada, é possível observar que a variável independente ROA_{t-1} apresenta uma alta correlação com a variável dependente, já as variáveis Q de Tobin e LPA apresentaram associação moderada com a variável dependente. Ainda assim, verifica-se que o conjunto das variáveis de controle apresentaram-se todas correlacionadas com a variável dependente e com sinais alinhados ao preconizado pela literatura. Por outro lado, não se observou associação entre as variáveis de interesse e a variável independente. Em relação às correlações entre as variáveis independentes, possível indicador da presença de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), tendo sido confirmado a ausência no modelo proposto.

Os resultados das associações entre as variáveis de interesse e a variável dependente inicialmente se apresentaram divergentes das hipóteses propostas, na medida que não confirmam associação significativa entre características da governança corporativa voltados ao investidor de curto prazo e do comportamento de negociação de curto prazo com o pagamento de dividendos. Assim sendo, torna-se essencial a análise de regressão a partir do modelo proposto com as variáveis de controle propostas a fim de inferir a existência de tal relação.

Conforme explicitado na seção anterior, tendo em vista que intervalo da variável dependente é limitado em zero, o método utilizado foi a regressão *tobit* com dados em painel. A Tabela 03 apresenta o resultado da regressão:

Tabela 03 – Análise de regressão *tobit* com dados em painel

(Continua)

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão <i>Bootstrap</i>	z	p > z	Intervalo de Confiança	
INDCA	-0,009119	0,0107455	-0,85	0,396	-0,0301796	0,0119418
TAMCA	0,0106286	0,0058697	1,81	0,070*	-0,0008757	0,022133
Turnover	0,0028037	0,0021432	1,31	0,191	-0,0013969	0,0070042

<i>Swing</i>	0,0053775	0,0068611	0,78	0,433	-0,0080701	0,0188251
ROA _{t-1}	0,0019437	0,0006773	2,87	0,004***	0,0006161	0,0032712
Size	-0,004952	0,0022775	-2,17	0,030**	-0,0094153	-0,0004877
Q de Tobin	0,0107122	0,0032814	3,26	0,001***	0,0042808	0,0171437
Alavancagem	-0,012844	0,011143	-1,15	0,249	-0,0346842	0,0089957
LPA	0,0010357	0,000434	2,39	0,017**	0,0001851	0,0018864
_cons	0,1039601	0,0605325	1,72	0,086*	-0,0146815	0,2226017
sigma_u	0,0166004	0,0039171	4,24	0,000	0,0089232	0,0242777
sigma_e	0,0213622	0,0025206	8,47	0,000	0,0164219	0,0263026
rho	0,3765099	0,1423092			0,1470214	0,6627478
LR test of sigma_u=0: chibar2(01) = 51.06					Prob >= chibar2 = 0.000	
Log likelihood = 773,89263						
Wald chi2(9) = 61,87						
Prob > chi2 = 0,0000						
Nota: ***, ** e * representam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. A descrição das variáveis pode ser observada no Quadro 01.						

Analisando o resultado da regressão apresentada, pode-se notar a adequação dos dados em painel com a variável dependente limitada ao modelo proposto, conforme o teste de Razão de Verossimilhança. Ainda, observa-se que o modelo apresenta variáveis significativas nos níveis de 1%, 5% e 10%.

As variáveis de controle ROA_{t-1}, Size, Q de Tobin e LPA apresentaram-se significantes, atestando a adequação do modelo. Por outro lado, a variável de controle Alavancagem, apesar de apresentar sinal esperado, não foi significativa. Outro aspecto observado é que os sinais esperados das variáveis de controle foram conforme a expectativa da teoria de finanças, com exceção de Size, atestando então a adequação do modelo teórico. Procedeu-se, portanto, uma análise *ceteris paribus* de cada uma das variáveis.

A variável ROA_{t-1} apresentou-se significativa e com sinal positivo, confirmando a teoria de Lintner (1956) em relação aos dividendos. Assim como observado no estudo de Chen et al. (2019), empresas com melhores desempenho, maior rentabilidade e retornos sobre seus ativos mais altos são mais propensas ao pagamento de dividendos. Igualmente, entende-se que seus acionistas esperam maiores dividendos em empresas com esses níveis de desempenho.

A variável Size também se apresentou significativa, porém com sinal negativo. Segundo o estudo de Forti et al. (2015), seria esperada uma relação positiva com o pagamento de dividendos sugerindo que empresas maiores são mais propensas ao pagamento de dividendos. Entretanto, em estudos como o de Souza et al., (2016) e Procianny e Vancin (2014), a variável Size, igualmente utilizada para como controle para explorar aspectos sobre o pagamento de dividendos, se apresentou sem significância ou com sinal negativo. Assim sendo, nesse contexto, a variável Size apresentando sinal oposto ao esperado sugere que há forte indicação de que para observar os fatores determinantes da pressão de dividendos por investidores de curto prazo em empresas brasileiras listadas no índice IBOV da B3, utilizando-se da amostra aplicada nesse estudo, incorre-se em erros de dimensionamento, sendo necessário a análise dos efeitos da variável com um maior número de dados amostrais.

O Q de Tobin, por sua vez, foi significativamente relacionado com o pagamento de dividendos. Segundo Lintner (1956) o mercado avalia melhor empresas que oferecem um melhor fluxo de caixa presente e futuro para os seus acionistas oferecendo um prêmio por ações que paga mais dividendos. Já Forti, Peixoto e Alves (2015) e Galvão, Dos Santos e Araújo (2019), ponderam que empresas que pagam mais dividendos são mais bem avaliadas pelo mercado, elevando seu valor de mercado. Assim, o pagamento de dividendos é visto como uma

sinalização aos investidores de curto prazo de bons retornos com ganhos de capital e sustentabilidade.

A relação entre Alavancagem e dividendos, embora tenha apresentado sinal negativo, conforme preconizado pela literatura, não foi significativa.

Ainda, a relação entre LPA também se expressou significativa e com sinal positivo, conforme esperado. Em seu estudo sobre políticas de dividendos Leite, Bambino e Hein (2017) concluíram que um maior pagamento de dividendos por parte das empresas brasileiras está associado a um maior lucro por ação o que justifica o alinhamento do comportamento da variável.

Quanto às variáveis de interesse INDCA e TAMCA que embasam a hipóteses de que há uma pressão dos investidores de curto prazo por meio de mecanismos de governança corporativa das empresas, verificou-se que apenas TAMCA foi significativa, ao nível de 10%, sugerindo evidências de que o tamanho do conselho de administração pode exercer influência no pagamento de dividendos das empresas não-financeiras listadas no IBOV. Na mesma direção desse achado, no estudo de Driver, Grosman e Scaramozzino (2020), foi analisada como a governança corporativa voltada ao valor do acionista influencia no pagamento de dividendos. Nesse estudo, os resultados evidenciaram que, nas empresas listadas no FTSE100, a governança voltada ao acionista suporta a hipótese de um maior pagamento de dividendos. Alinhados a essa proposição, nossos resultados confirmam parcialmente essa proposição pela variável TAMCA, corroborando parcialmente a hipótese (H1).

Já as variáveis de comportamento de negociações de curto prazo *Turnover* e *Swing*, apesar de apresentarem sinais positivos, não foram significativas, não confirmando a hipótese (H2). Assim, apesar de Driver Grosman e Scaramozzino (2020) verificarem que o aumento da atividade de compra e venda de ações por parte de investidores de curto prazo sugere um maior pagamento de dividendos, Correia e Amaral (2014) realizaram estudo para identificar os determinantes da liquidez de ações negociadas na BM&FBOVESPA e, por meio de regressões de dados em painel em uma amostra de ações ordinárias e preferenciais de companhias não financeiras negociadas na BM&FBOVESPA, entre 1995 e 2010, os autores identificaram uma relação inversa entre liquidez de ações e pagamento de dividendos. Dessa forma, apesar da sustentação teórica, nossos resultados não identificaram evidências para confirmar a hipótese (H2).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Brasil teve um significativo aumento no número de investidores nos últimos anos, especialmente de pessoas física, crescimento favorecido especialmente pelo ambiente econômico e pelos avanços tecnológicos que popularizaram os investimentos em renda variável. Entretanto, essa nova forma de capitalização observada nos investidores brasileiros ainda parece carecer de maturação do mercado e do próprio comportamento dos investidores.

Objetivando discutir como o pagamento de dividendos é influenciado pela pressão de investidores de curto prazo em detrimento dos investimentos estratégicos nas empresas brasileiras, estudamos as relações de variáveis *proxy* que podem ser coerentemente interpretadas como a exposição das empresas à pressão do investidor de curto prazo. Utilizando dados de um período de 10 anos, especificamente entre os anos de 2011 a 2020, submetemo-las a uma regressão *tobit* com dados em painel.

Apesar de estudos apresentarem evidências de que há elementos de suporte para afastar a teoria da agência em estudos de pesquisa sobre pagamento de dividendos, nosso estudo não confirmou a relação entre variáveis *proxy* que podem ser coerentemente interpretadas como a exposição à pressão do investidor de curto prazo. Testamos hipóteses relacionadas à pressão dos investidores por meio de mecanismos de governança corporativa e por meio de negociações

de curto prazo (*swing trading*) para o pagamento de dividendos, entretanto essas hipóteses não foram totalmente confirmadas nesse estudo.

Como limitações da pesquisa, entende-se que a quantidade de empresas observadas no IBOV pode ter restringido maiores efeitos das variáveis, sendo sugerido a aplicação da metodologia em amostras maiores ou mesmo com a totalidade das empresas listadas na B3.

Entende-se que essa pesquisa contribuiu para a teoria de dividendos no sentido de trazer à tona uma nova discussão sobre a aplicabilidade da teoria da agência em razão das mudanças na forma de investir. Além disso, foi possível aprofundar os estudos sobre os impactos que a visão de curto prazo exerce sobre o crescimento estratégico das empresas, visto que a essa perspectiva imediatista de investimento, às custas da criação de valor sustentável de longo prazo, é um forte fator para a insustentabilidade econômica, ambiental e social das empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Perfil do Investidor**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/>. Acesso em: 11 dez. 2020.

BHATTACHARYA, S. Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. **The Bell Journal of Economic**, v. 10, n. 1, p. 259–270, 1979.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 1, p. 1–22, 1974.

BROCHET, F.; LOUMIOTI, M.; SERAFEIM, G. Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 3, p. 1122–1163, 2015.

CHEN, J.; SONG, W.; GOERGEN, M. Passing the dividend baton: The impact of dividend policy on new CEOs’ initial compensation. **Journal of Corporate Finance**, v. 56, n. Abril, p. 458–481, 2019.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Determinantes da Liquidez de Mercado de Ações Negociadas na BM&FBOVESPA. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 6, p. 77–100, 2014.

CORREIO, D. B. C. V. J. et al. A Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em empresas brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 175–194, 2017.

DOS SANTOS, R. C. et al. Board of directors: The perspective of independents in the performance of private organizations? Evidences in Brazil. **Revista de Administracao Mackenzie**, v. 19, n. 4, 2018.

DRIVER, C.; GROSMAN, A.; SCARAMOZZINO, P. Dividend policy and investor pressure. **Economic Modelling**, v. 89, n. Jul, p. 559–576, 2020.

EASTERBROOK, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650–659, 1984.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. **The Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 1, p. 78–95, 1970.

FANG, V. W.; TIAN, X.; TICE, S. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? **Journal of Finance**, v. 69, n. 5, p. 2085–2125, 2014.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131–156, 2013.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167–180, 2015.

GALLAGHER, D. R.; GARDNER, P. A.; SWAN, P. L. Governance through trading: Institutional swing trades and subsequent firm performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 2, p. 427–458, 2013.

GALVÃO, K. D. S.; SANTOS, J. F. DOS; ARAÚJO, J. M. DE. Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 36, p. 3–30, 2018.

GALVÃO, K. DA S.; SANTOS, J. F. DOS; ARAÚJO, J. M. DE. Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 57–75, 2019.

GONDRIGE, E. D. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. DOS S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72–95, 2012.

JENSEN, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

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

JIRAPORN, P.; KIM, J.; KIM, Y. S. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. **The Financial Review**, v. 46, p. 251–279, 2011.

KLEINKNECHT, R. et al. An attention-based view of short-termism: the effects of organizational structure. **European Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 244–254, 2020.

LA PORTA, R. et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000.

LAZONICK, W. Profits without prosperity: stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off. **Harvard Business Review**, v. 92, n. 9, p. 46–55, 2014.

LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre Política de Dividendos e

Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras e Chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 205–221, 2017.

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

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24–39, 2012.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961.

MILLER, M. H.; SCHOLLES, M. S. Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. **Journal of Political Economy**, v. 90, n. 6, p. 1118–1141, 1982.

MIO, C.; ZARO, E. S.; FASAN, M. Are loyalty shares an effective antidote against short-termism? Empirical evidence from Italy. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 4, p. 1785–1796, 2020.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Business and Finance Outlook**. Paris: OCDE, 2015.

PROCIANOY, J. L.; VANCIN, D. Dividends: Publicly Listed Brazilian Companies Propensity to Pay or Not to Pay. **SSRN Electronic Journal**, n. 55, 2014.

SILVA, R. L. M. et al. Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações? **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 13, n. 3, p. 248–263, 2016.

SOUDER, D. et al. A behavioral understanding of investment horizon and firm performance. **Organization Science**, v. 27, n. 5, p. 1202–1218, 2016.

SOUZA, D. H. DE O.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. DOS. Efeitos da Governança Corporativa na distribuição de Dividendos: Um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 9, n. 1, p. 058–079, 2016.

THANASSOULIS, J.; SOMEKH, B. Real economy effects of short-term equity ownership. **Journal of International Business Studies**, v. 47, n. 2, p. 233–254, 2016.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 5ed. ed. São Paulo, SP: Thomson Learning, 2014.

ZHANG, Y.; GIMENO, J. Earnings pressure and long-term corporate governance: Can long-term-oriented investors and managers reduce the quarterly earnings obsession? **Organization Science**, v. 27, n. 2, p. 354–372, 2016.

ⁱ FTSE 100 é um índice calculado pela *FTSE The Index Company* e representa um pool 100 ações representativas da Bolsa de Valores de Londres

ⁱⁱ O termo dividendos é utilizado de forma representativa da distribuição de fluxo de caixa aos acionistas independentemente da forma como foi efetuado o pagamento. Levando-se em conta o objetivo da pesquisa, o foco aqui é direcionado ao fluxo de caixa distribuído em razão de pressões de acionistas com visão de curto prazo.