



Influência do Desempenho de Mercado e do *Financial Distress* na Distribuição de Dividendos de Empresas Familiares e Não Familiares

Juçara Haveroth

Universidade Regional de Blumenau

jucara_haveroth@hotmail.com

Alice Carolina Ames

Universidade Regional de Blumenau

aliceames@hotmail.com

Tarcísio Pedro da Silva

Universidade Regional de Blumenau

tarcisio@furb.br

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas brasileiras familiares e não familiares. Para tanto, realizou-se uma pesquisa, descritiva, documental, com abordagem quantitativa. A população compreendeu todas as empresas listadas na BM&FBovespa no período de análise que perpez os anos de 2013 a 2017. A amostra foi constituída de 88 empresas familiares e 93 empresas não familiares brasileiras. Para análise dos dados aplicou-se o método de regressão linear múltipla (OLS) com erros padrão robustos e efeitos fixos de ano. Considerando as variáveis gerais (*Financial Distress*, Desempenho de Mercado e tipo de empresa) e moderadas (variáveis multiplicadas). Conclui-se que empresas familiares e empresas não familiares consideram diferentes informações na determinação do aumento ou redução da distribuição de dividendos. De forma geral o *Financial Distress*, o Desempenho de Mercado e o tipo de empresa influenciam estatisticamente e negativamente na distribuição de dividendos. A principal contribuição destaca que o desempenho de mercado influencia apenas empresas não familiares enquanto o *Financial Distress* influencia nos dois tipos de empresas para a determinação da distribuição de dividendos. Esta pesquisa estende a literatura de finanças sobre os temas e fomenta discussão sobre o *Financial Distress* e distribuição de dividendos.

PALAVRAS-CHAVE: *Financial Distress*; Desempenho de Mercado; Distribuição De Dividendos; Empresas Familiares e Não Familiares.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais.



1 INTRODUÇÃO

A competitividade das organizações exige controle e avaliação como garantia de permanência no mercado. Nessas condições, quando as empresas quando demonstram falhas de controle interno, estão mais expostas a consequências como, a redução das margens de lucro (Wernke & Lembeck, 2004). Embora gestores são conhecedores da organização em que atuam, quanto as atividades, concorrência e planejamento, existem alguns fatores que não estão sob seu alcance, no mercado questões relacionadas a mudanças ambientais, incertezas, e as crises financeiras (Nemkova, 2017).

As crises financeiras estão diretamente ligadas ao desempenho do mercado, provocando custos sociais que refletirão a todos os envolvidos com a organização: proprietários, acionistas, gestores, trabalhadores, credores, fornecedores, clientes, comunidade e governo (Tsai, 2014). De forma geral, pode-se dizer que a permanência da empresa no mercado diante de uma crise é importante porque está ligada ao bem-estar de todas as partes relacionadas (Kristanti, Rahayu e Huda, 2016). Percebe-se que ter conhecimento aprofundado do contexto em que a entidade está inserida fator determinante para o sucesso da avaliação de desempenho organizacional (Valmorbida, Ensslin, Ensslin e Bortoluzzi, 2013).

Para o desempenho das organizações, a possibilidade de prever possíveis falhas do negócio contribuem para a gestão eficiente (Tsai, 2014) e, questões que expõe a empresa a dificuldades financeiras devem ser mitigadas. A empresa passa por dificuldades financeiras quando mantém um nível elevado de dívidas e continua a operar assim por um período superior a dois anos, nesta condição a dificuldade para pagamento da obrigação financeira caracteriza o *Financial Distress* (Tsai, 2014). O *Financial Distress* quando não gerido adequadamente tem implicações diretas para o desempenho futuro de uma organização e pode levá-la a falência (Avramov, Chordia, Jostova e Philipov, 2013; Tsai, 2014).

Uma das principais dificuldades enfrentadas pelas organizações relacionadas ao *Financial Distress* é a redução dos lucros. Esse, por sua vez afeta a distribuição de dividendos. Os dividendos correspondem a uma parcela do lucro líquido das empresas que é distribuído aos investidores, como uma forma de remuneração de seu capital (Vancin & Laser Procianoy, 2016), além disso, são considerados como uma das mais importantes decisões financeiras empresariais (Salsa, 2009). Os dividendos representam ainda conteúdo informacional, visto que o aumento de dividendos distribuídos pode ser um indicativo de que a administração acredita em um bom desempenho da empresa (Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcelos e De Luca, 2009).

Alguns estudos têm apresentado que gestões mais eficazes têm sido resultantes da natureza familiar das empresas. Argumenta-se que estes resultados estão intimamente ligados a redução de custos, a orientação a longo prazo da família dos acionistas, a consistência do sistema de valores, a intrincada ligação entre a família e o negócio e um reduzido recurso à dívida (Allouche, Amann, Jaussad e Kurashina, 2008). A separação entre propriedade e controle da empresa, com os consequentes custos de delegação, por parte dos acionistas, do poder de decisão nos gestores, pode influenciar decisivamente o montante dos resultados a distribuir (Salsa, 2009).

O montante a ser pago e a forma de distribuição são decisões complexas que geraram inúmeras pesquisas a respeito (Vancin & Laser Procianoy, 2016), no entanto, não foram localizados estudos que testassem uma possível influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos, bem como, não foram localizados neste contexto estudos que buscaram compreender as diferenças entre empresas familiares e não familiares, o que configura uma lacuna de pesquisa. Assim, tem-se a questão de pesquisa: Qual a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de



Contabilidade e Perspectivas Futuras

dividendos de empresas familiares e não familiares? Sendo assim o objetivo da pesquisa é analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas familiares e não familiares.

Justifica-se a realização da pesquisa quanto ao estudo de desempenho de mercado e empresas familiares e não familiares, pois conforme Chiarello, Silva e Nakamura (2014) o desempenho da empresa passa também a ser objetivo incessante aos interesses e negócio da família, sendo assim, busca-se ainda comprovar que empresas familiares são mais conservadoras e seriam menos propensas a situação de *Financial Distress*. Ainda segundo Chiarello, Silva e Nakamura (2014) alguns aspectos apresentados na literatura sugerem que o efeito da propriedade familiar pode ser diferente sobre o desempenho das empresas, portanto, sugere-se que há diferença quanto a distribuição de dividendos influenciada por estas variáveis.

Ainda quanto a relação de desempenho de mercado e tipo de empresa para Silva e Majluf (2008), o Brasil é um país com elevada participação de empresas familiares em mercado de capitais, superando países desenvolvidos o que representa que este tipo de empresa também está exposta as mudanças do mercado que afetam as organizações, o que configura um cenário a ser explorado, em relação à influência na distribuição de dividendos.

Além disso, quanto a relação de distribuição de dividendos e empresas familiares é importante ser estudada visto que, estas possuem como política o baixo pagamento aos seus acionistas (Wei, Wu, Li e Chen, 2011; Chiarello et al., 2014), sendo importante confirmar se este é o perfil do cenário brasileiro em anos mais recentes. Desta forma justifica-se ainda a realização desta pesquisa a fim de identificar o efeito na distribuição de dividendos e as estratégias adotadas pelas empresas de propriedade familiar e não familiar também em situações de exposição ao *Financial Distress*.

Quanto ao estudo de *Financial Distress*, a oportunidade se alinha ao visto que dificuldades financeiras (menos de dois anos), inadimplência e falência são análise fundamentais nas etapas que envolvem o ciclo de vida das empresas (Koh, Durand, Dai e Chang, 2015) então estudá-las faz com que se conheça a estratégia que as empresas adotam quando em *Financial Distress* o que tem sido largamente ignorado em análises de política e distribuição de dividendos (Deangelo & Deangelo, 1990). Além disso, por considerar que o *Financial Distress* tem implicações diretas para o desempenho futuro de uma organização (Avramov et al., 2013) em que, compreende-lo ajuda mitigar possíveis impactos indesejáveis. Em relação ao *Financial Distress* e as empresas familiares busca-se compreender se essas são menos relacionadas as dificuldades como sugerido por Kristanti et al., (2016).

Esta pesquisa contribui por analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas familiares e não familiares visto que estas variáveis influenciam diferentemente na organização. O desempenho não está sob alcance total da empresa que está exposta as variações e mudanças do mercado, por sua vez o *Financial Distress* é um importante indicador a ser analisado, além de ser um estágio antecessor a falência, o que configura que este pode ser observado e gerido diretamente pelas organizações. Diante de crises que assolaram o mercado e a necessidade de conhecer as estratégias de cada de tipo de empresa: familiar e não familiar, em relação a análise do desempenho de mercado e *Financial Distress*, estudar a distribuição de dividendos é uma contribuição devido seus reflexos diretos no resultado da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção apresenta-se a discussão sobre as variáveis que fundamentam as hipóteses de pesquisa em torno da distribuição de dividendos. Inicialmente são discutidos estudos sobre



desempenho de mercado e em seguida os que fundamentam o *Financial Distress*, ambos baseados em estudos anteriores.

2.1 Desempenho de mercado e *Financial Distress*

O desempenho de mercado representa o sucesso organizacional e vantagem competitiva entre as organizações, visto que utiliza os recursos disponíveis nas organizações e possibilita sua leitura a partir de indicadores (López-Delgado & Diéguez-Soto, 2015). Outrossim, os indicadores de desempenho nas organizações são vistos como instrumentos que auxiliam na definição do planejamento que estas irão utilizar e, na determinação das estratégias que serão adotadas por essas por meio das operações dos gestores (Fischmann & Zilber, 2000).

Somado a isto, conforme Valmorbidia et al., (2013) para se obter sucesso na avaliação da organização através do seu desempenho organizacional deve-se conhecer profundamente o contexto em que essa está inserida, sendo este um fator determinante, pois há possibilidade do processo avaliativo tornar-se ineficaz na sua ausência. Nesse sentido, o desempenho de mercado parte do valor que as organizações criam por meio de suas ações, as quais demonstram a continuidade da organização, a possibilidade de reinvestimentos dos lucros e o crescimento (Assaf Neto, 2014).

O mercado em que as organizações atuam, portanto, é um fator relevante a ser observado para a obtenção dos retornos esperados pelos acionistas, pois destes decorrem implicações que afetam diretamente o resultado. No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações 6.404/1976, estabelece o direito do acionista em receber o dividendo obrigatório em cada exercício (Vancin & Laser Procianoy, 2016), assim a regulamentação em relação a distribuição de dividendos (Loss & Neto, 2006) bem como, variáveis que influenciam na distribuição são necessárias.

Em relação a distribuição de dividendos outro fator a ser observado é o tipo da empresa. Avaliando que uma parte considerável das empresas brasileiras são familiares não é incomum acionistas controladores tomarem parte na administração da organização. Cenários econômicos coligados à escassez de recursos de longo prazo, podem influenciar na retenção de recursos próprios, e fazendo-a ser utilizada em benefício do controlador (Gonzaga & Costa, 2009). Ademais, acionistas com maior detenção de poder cessam a distribuição de dividendos, a fim de obter o aumento da parte retida e ter maior quantidade de recursos das organizações, já que estes são mantidos no caixa das organizações e os dividendos são distribuídos aos acionistas (Vancin & Laser Procianoy, 2016).

Diante de outra perspectiva, por empresas familiares possuírem altas quantidades de ações em poder de administradores na organização, teoricamente há possibilidade de diminuir períodos de *Financial Distress* (Oshiro, 2016) correspondente aos períodos em que a organização tem dificuldade em honrar seus compromissos financeiros (Tsai, 2014). Contudo, deve-se observar que o conflito de interesses entre os gestores e os acionistas de empresas familiares pode se agravar quando a organização se encontra em *Financial Distress*, sendo que neste, os acionistas com maior detenção de poder correm o risco de sofrer grandes perdas (Manzaneque, Priego e Merino 2016).

Ainda, consideráveis técnicas foram criadas a fim de auxiliar os decisores e analistas em relação a previsão de *Financial Distress* (Cleofas-Sánchez, García, Marqués e Sánchez, 2016). Com efeito, Asquith et al., (1994) apontam que quando as organizações se encontram em *Financial Distress*, buscam a reestruturação de seus recursos orgaizacionais. Então, se as organizações obtiverem informações para qualquer caso de *Financial Distress*, essas são capazes de utilizar medidas necessárias para que entrem em conformidade (Fallahpour, Lakyan e Zadeh, 2017).



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

Platt e Platt (2006) apontam que o estágio de *Financial Distress* geralmente antecede todas as falências, menos aquelas em que há ocorrência de outros eventos considerados imprevistos e inesperados, como desastres naturais, decisões judiciais e regulamentações por parte do governo. Apesar disso, empresas familiares partem do pressuposto de serem menos orientadas ao risco, tendo uma gestão mais conservadora, relacionando este fato ao nível de endividamento, pois essas são menos alavancadas inicialmente, por preferirem fazer uso de capital interno para realizar investimentos, mais relutantes em utilizar recursos de outros e pagamento de juros (Scarpin, Almeida e Machado, 2012).

Diante do exposto, ressalta-se a importância em analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas familiares e não familiares brasileiras, logo que, estudos demonstram que empresas familiares objetivam enaltecimento do interesse das famílias nos negócios. Buscando a justificativa para este, a realização do presente estudo destina-se a comprovar se estas são mais conservadoras e possibilitariam alterar a forma de distribuição de dividendos em *Financial Distress*. Nesse contexto, acredita-se que o *Financial Distress* tem maior influência na distribuição de dividendos em empresas não familiares.

3 METODOLOGIA

Para atingir o objetivo da pesquisa, quanto a análise de variáveis que influenciam a distribuição de dividendos de empresas familiares e não familiares no Brasil realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A pesquisa foi apoiada em uma população correspondente as empresas listadas na BM&FBovespa no período compreendido entre os anos de 2013 a 2017, disponíveis no banco de dados Economática®. Foram excluídas da amostra as empresas que não possuíam todos os dados para o cálculo das variáveis do constructo.

Nesta pesquisa, foram utilizados dois termos: dificuldade financeira para indicar a quantidade de empresas que tiveram algum tipo de dificuldade para pagamento de obrigações em qualquer ano do período analisado e *Financial Distress* que indica quando a organização passou por dificuldades financeiras por dois anos seguidos. Considerando o proposto no objetivo da pesquisa, o estudo é composto de duas amostras, uma referindo-se a empresas familiares e outra de empresas não familiares. Destas, uma nova subdivisão foi realizada considerando empresas que apresentaram dificuldade financeira, mas não necessariamente o *Financial Distress*, sendo que a amostra final ficou composta de acordo exposto na Tabela 1.

Tabela 1- Composição da amostra de pesquisa

Tipo de empresa	Total	Com <i>Financial Distress</i>	Sem <i>Financial Distress</i>
Familiares	88	16	72
Não familiares	93	21	72
Total	181	37	144

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto a definição do tipo de empresa: familiares e não familiares utilizado na pesquisa, tem-se que empresas familiares são organizações em que membros da família detêm 10% ou mais das ações da empresa ou, membros da família participam da gestão dos negócios (Laffranchini & Braun, 2014; Pamplona, 2016), por sua vez empresas não familiares são as demais, que não cumprem esses requisitos. A análise de empresas familiares e não familiares foi dada por meio de algumas variáveis buscadas na literatura como influentes na distribuição



de dividendos, deste modo, o desempenho de mercado e o *Financial Distress* foram selecionados.

Conforme já discutido nesse artigo, *Financial Distress* corresponde à quando as empresas não conseguem honrar seus compromissos financeiros em determinado período (Tsai, 2014). Nesta pesquisa considera-se que a empresa está em *Financial Distress* quando passa por dificuldades financeiras durante um período de 2 anos consecutivos, de acordo com a definição de Asquith et al., (1994). O período de *Financial Distress* é sinalizado por Dummy, 1 para empresa em dificuldade financeira e 0 para o contrário.

Um modelo que representa a classificação realizada por Oshiro (2016) é apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 - Modelo de marcação em financial Distress

EMPRESA	ANOS					FINANCIALDISTRESS			
	2012	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Modelo X	IC < 0	IC < 0	IC > 0	IC > 0	IC < 0	1	0	0	0
Modelo Y	IC > 0	IC < 0	IC < 0	IC > 0	IC < 0	0	1	0	0
Modelo Z	IC > 0	IC < 0	IC > 0	IC > 0	IC < 0	0	0	0	0
Modelo W	IC < 0	1	1	1	1				

Fonte: Adaptado de Oshiro (2016).

Assim como disposto no modelo, na pesquisa a determinação de *Financial Distress* é dado em duas etapas, inicialmente pelo cálculo da variável que na literatura recebe o nome de IC (*Interest Coverage*) conforme apresentado no constructo (quadro 1), como segunda etapa é a identificação se a empresa em análise passou por dois períodos consecutivos com dificuldades para honrar compromissos, em caso afirmativo corresponde a uma organização em *Financial Distress*. Vale ressaltar, que o período de análise é de 5 anos, no entanto o ano de 2012 foi coletado para identificação do *Financial Distress* no ano de 2013, utilizado exclusivamente para determinação desta variável.

Além do estudo desta, o desempenho de mercado também foi analisado nesta pesquisa e representando a variável que não está sob controle da organização, no entanto que tem impacto direto na relação estudada nesta pesquisa. Sendo assim, o modo que foram calculadas e estudos que fundamentam a utilização destas variáveis são apresentados no Quadro 1, correspondente ao constructo da pesquisa.

Quadro 1 -Constructo da pesquisa

CATEGORIA	VARIÁVEIS		PROXY	AUTOR
DEPENDENTE	Distribuição de dividendos (DISTRDIV)	Dividendos e quantidade de ações	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{quantidade de ações}}$	Lin; Chen; Tsai, 2017
	Desempenho de mercado (DES)	Market -to -book (MB)	$\frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contábil}}$	Assaf Neto, 2014; Padilha et al., 2017
INDEPENDENTE	<i>Financial Distress</i> (FINDIST)	EBITDA e despesas financeiras	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{despesas financeiras}}$	Asquith, Gertner, Scharfstein (1994) Rezende et al (2017)
	Empresa Familiar ou Não Familiar (TIPO)	10% ou mais das ações membros da família participam	0 = não familiar 1 = familiar	Laffranchini & Braun, 2014; Pamplona, 2016



Contabilidade e Perspectivas Futuras

		da gestão		
--	--	-----------	--	--

Fonte: Dados da pesquisa.

Conhecendo as variáveis de estudo, o método estatístico escolhido para o alcance dos resultados da pesquisa foi regressão linear múltipla (OLS), com erros padrão robustos e efeitos fixos de ano. As equações utilizadas são representadas a seguir:

$$\text{DISTRDIV} = \beta_0 + \beta_1 \text{DES} + \beta_2 \text{FINDIST} + \beta_3 \text{TIPO} + \beta_4 \text{DES} * \text{FINDIST} + \beta_5 \text{DES} * \text{TIPO} + \beta_6 \text{FINDIST} * \text{TIPO} + \beta_7 \text{DES} * \text{FINDIST} * \text{TIPO} + \Sigma \text{Efeitosfixos}_{\text{ano}} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{DISTRDIV}_{\text{FAM}} = \beta_0 + \beta_1 \text{DES} + \beta_2 \text{FINDIST} + \beta_3 \text{DES} * \text{FINDIST} + \Sigma \text{Efeitosfixos}_{\text{ano}} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{DISTRDIV}_{\text{NFAM}} = \beta_0 + \beta_1 \text{DES} + \beta_2 \text{FINDIST} + \beta_3 \text{DES} * \text{FINDIST} + \Sigma \text{Efeitosfixos}_{\text{ano}} + \varepsilon \quad (3)$$

Em que:

DISTRDIV= Corresponde a distribuição de dividendos de todas as empresas;

DISTRDIV_{FAM}= Corresponde a distribuição de dividendos de empresas familiares;

DISTRDIV_{NFAM}= Corresponde a distribuição de dividendos de empresas não familiares;

β_0 = intercepto;

β_1 DES= Variável de desempenho de mercado;

β_2 FINDIST = Dummy que determina a presença ou não de *Financial Distress*;

β_3 TIPO= Dummy para identificação se a empresa é familiar ou não familiar;

β_4 DES * FINDIST = Desempenho de mercado quando moderado pelo *Financial Distress*;

β_5 DES * TIPO= Desempenho de mercado quando moderado por empresas familiares ou não familiares;

β_6 FINDIST * TIPO= *Financial Distress* quando moderado por empresas familiares ou não familiares

β_7 DES * FINDIST * TIPO= Desempenho de mercado quando moderado por *Financial Distress* e empresas familiares ou não familiares.

ε = Termo de erro.

As regressões foram desenvolvidas por meio do Software STATA e são responsáveis por exibir as relações das variáveis independentes com a distribuição de dividendos. O problema de heterocedasticidade é solucionado com a utilização de erros padrões robustos, o pressuposto da normalidade é assumido a partir da teoria do limite central em função da quantidade de observações e demais testes são apresentados com os resultados.



4 ANÁLISE DOS DADOS

Apresentam-se nesta seção a descrição e a análise dos resultados. A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo separando-se na amostra de empresas familiares e não familiares. Na Tabela 4 apresentam-se as frequências em que as empresas passaram por *Financial Distress*, o qual também foi analisado de forma individual para empresas familiares ou não familiares. Por fim, as Tabelas 5, 6 e 7 apresentam os resultados em relação as regressões testadas na pesquisa.

4.1 Estatística descritiva

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa, estas ajudam a compreender a população estudada.

Tabela 3 Estatística descritiva

	ANO	Média		Mediana		Desvio padrão	
		FAM	NFAM	FAM	NFAM	FAM	NFAM
Desempenho de mercado	2013	463352,42	224188993,17	184460,22	310911,48	689523,89	1566176635,23
	2014	506093,37	61693759,70	130180,02	292786,49	1302957,88	669399707,53
	2015	681809,81	59197124,27	54993,54	180809,16	2613105,59	558858006,21
	2016	604799,21	2134799,19	86424,13	188236,98	1570589,92	9119138,17
	2017	842158,60	1623191,90	158339,34	256539,55	1872761,13	12978138,16
Distribuição de dividendos	2013	0,4131	0,6407	0,1582	0,3041	0,7707	0,9440
	2014	0,3932	0,7398	0,1580	0,3127	0,6436	1,0643
	2015	0,3595	0,7069	0,1676	0,2798	0,5342	1,0737
	2016	0,3178	0,6125	0,0816	0,1679	0,5797	1,3923
	2017	0,3018	0,7040	0,0938	0,2411	0,6024	1,2975

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3, que a média do desempenho de mercado de empresas não familiares apresentou destaque no ano de 2013, apenas destes resultados, foi no ano de 2014 esse tipo de empresa apresentou maior média de distribuição de dividendos, o que sugere que não há necessariamente uma relação direta entre a média de desempenho de mercado do período de análise e a distribuição de dividendos. Comparativamente às empresas familiares, todos os resultados são melhores, tanto em relação à média de desempenho como em relação a distribuição de dividendos.

Especificamente em relação a distribuição de dividendos de empresas familiares identifica-se que houve uma redução da média ano após ano, indicando que a cada ano que passa em média as empresas familiares tem diminuído sua distribuição a acionistas, o que sugere a possibilidade de que estas tem sido voltada mais a reinvestimentos. O mesmo não ocorreu para empresas que não são familiares que apresentaram oscilações, com aumentos e reduções de distribuição de acordo com o ano, o que sugere que estas empresas não tendem a estabilidade e que, no entanto, são mais propensas a influências do desempenho de mercado.

Ainda que, nas empresas familiares, o desempenho de mercado variou positivamente do ano de 2016 para 2017 cerca de 39,24%, a distribuição de dividendos nesse mesmo período diminuiu cerca de 5,03%, corroborando o mencionado anteriormente. Nas empresas não familiares, o desempenho de mercado variou negativamente de 2016 para 2017 com aproximadamente 23,96% de redução, e a distribuição de dividendos teve um aumento de 14,94%. Esses resultados corroboram os anteriores de que ambos tipos de empresas têm



estratégias de negócio diferentes, e estas são adotadas através das operações dos gestores (Fischmann & Zilber, 2000) e do tipo de empresa.

Tabela 4- Frequência de empresas da amostra em Financial Distress por ano

	2013		2014		2015		2016		2017	
	Qn t	%	Qn t	%	Qn t	%	Qn t	%	Qnt	%
Familiar	7	8,140	10	11,628	12	13,953	14	16,279	17	19,767
Não familiar	9	9,474	17	17,895	20	21,053	17	17,895	15	15,789
Total	16	17,613	27	29,523	32	35,006	31	34,174	32	35,557

Fonte: Dados da pesquisa.

Na sequência, a Tabela 4 apresenta a frequência de empresas da amostra em *Financial Distress* por ano, nas empresas não familiares do ano de 2013 até 2016 os percentuais demonstram valores maiores do que em empresas familiares, porém no ano de 2017 esse resultado é contestado, visto o surgimento de um aumento de cerca de 21,43% em relação ao ano de 2016. Pode-se observar que de forma geral, as empresas não familiares apresentam percentuais mais elevados de *Financial Distress* por ano, corroborando com Scarpin et al., (2012) de que as empresas familiares tendem a ser menos orientadas ao risco, tendo uma gestão mais conservadoras frente às empresas não familiares.

Assim, o ano que apresenta os resultados mais conflitantes entre a frequência de *Financial Distress* nas organizações familiares e não familiares é o ano de 2017, o que ressalta aos pesquisadores destaque na análise, tendo em vista que os outros anos da relação não demonstraram grandes disparidades de um ano para o outro, dados os tipos das organizações.

4.2 Análise das variáveis que influenciam a distribuição de dividendos

A partir da coleta da base de dados Economática® e cálculo das variáveis a pesquisa utilizou do método de regressão linear múltipla (OLS), com erros padrão robustos e efeitos fixos de ano para o alcance dos resultados. Além das variáveis gerais foram geradas e utilizadas variáveis moderadas, as variáveis moderadas consideram a relação conjunta das variáveis para explicar a dependente.

A variável dependente das equações estudadas é a distribuição de dividendos, e as moderadoras incluídas na primeira equação foram *Financial Distress* moderando desempenho de mercado, tipo de empresa se familiar ou não familiar moderando desempenho de mercado, tipo de empresa moderando *Financial Distress*, e por fim, o conjunto das três variáveis *Financial Distress*, tipo de empresa e desempenho de mercado moderando-se, de modo a testar se estas são explicativas da distribuição de dividendos. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultados da regressão linear robusta

Variáveis	Coefficiente	T	Sig.	Vif
<i>Financial Distress</i>	-0.6450789	-7.19	0.000	1.72
Tipo de empresa	-0.3532036	-5.17	0.000	1.19
Desempenho de Mercado	-7.96e-11	-4.72	0.000	1.01
<i>Financial Distress</i> * Desempenho de Mercado	-7.78e-09	-1.35	0.176	1.06
Tipo de empresa * Desempenho de Mercado	-9.91e-09	-1.12	0.263	1.08



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Tipo de empresa * <i>Financial Distress</i>	0.470523	2.03	0.043	1.92
<i>Financial Distress</i> * Tipo de empresa *	-2.54e-07	-0.70	0.483	1.18
Desempenho de Mercado				
Constante	0.7486968	10.01	0.000	-
	Efeito fixo do ano	Sim		
	R ²	0.0515		
	Durbin-Watson	1.9081		
	Observações	905		

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 5, observa-se as variáveis chamadas gerais *Financial Distress*, Tipo de Empresa (familiar e não familiar) e o Desempenho de Mercado apresentaram relação negativa e significativa com a distribuição de dividendos. Quanto a relação negativa de *Financial Distress* e distribuição de dividendos, os resultados sugerem que quanto maior uma menor a outra, ou seja, quanto maior a percepção de *Financial Distress* em determinado período menor será a distribuição de dividendos realizados pelas empresas da amostra.

Deste modo, os resultados sugerem que as empresas estão conservadoras em relação a exposição de *Financial Distress*, e quando em *Financial Distress* reduzem sua distribuição. Como definido por Wruck (1990) comumente este fenômeno precede a falência e segundo Platt e Platt (2006) é importante o estudo do tema pois este permite identificar de forma precoce quando uma organização está em declínio sendo possível assim executivos e conselho de administração tomarem providências que minimizem o impacto e impeçam a falência.

Em relação a redução de distribuição de dividendos, apesar de parecer uma relação direta com o *Financial Distress* algumas empresas quando em dificuldade financeira, arriscam a partir da permanência ou aumento da distribuição de dividendos de modo a angariar novos investidores e garantir uma alavancagem organizacional. Esse fato comumente está relacionado a empresas com administração não familiar, visto que na perspectiva de empresas familiares, estas possuem altas quantidades de ações em poder de administradores na organização, logo, em propriedade familiar o que diminui períodos de *Financial Distress* (Oshiro, 2016).

Além disso, estando ou não ligado a distribuição de dividendos o *Financial Distress* precisa ser gerido adequadamente, tanto que, nesta pesquisa a variável é tratada como passível de gerenciamento pela organização, certos de que quando identificando possíveis dificuldades financeiras, os agentes da administração tomarão providências de modo a minimizar os riscos para a organização. Além dos problemas relacionados a falência, a variável tem implicações diretas no desempenho futuro de uma organização (Avramov et al., 2013, Tsai, 2014).

É importante a análise do desempenho de mercado em relação a distribuição de dividendos e compreender seus efeitos visto não ser uma variável de alcance da organização. Como “não alcance” os autores sugerem que a empresa não tem como tomar medidas certas de contenção e prevenção, visto que pode sofrer com as implicações de forma indireta através dos sintomas de queda do mercado como um todo, o que justifica o resultado encontrado na relação negativa e significativa entre o Desempenho de Mercado e Distribuição de Dividendos apresentado na Tabela 5.

A relação negativa e significativa indica que mesmo quando expostas a um baixo desempenho de mercado consequentemente a implicações que afetam a distribuição de dividendos como de redução das margens de lucro (Wernke & Lembeck, 2004), a distribuição de dividendos das empresas é aumentada. Esses resultados sugerem que quando analisadas em conjunto empresas familiares e não familiares, estas não tomam como base os resultados



do desempenho de mercado para análise de medidas que determinam a distribuição de dividendos.

Além destas relações, nessa equação foram ainda consideradas como Dummy se empresa pertence ou não ao grupo de familiares, encontrando novamente uma relação negativa e significativa. O resultado indica que quando a relação com o dummy for negativo, será mais próximo de zero, neste estudo, zero é empresa não familiar, logo, empresas não familiares distribuem mais dividendos comparativamente as empresas não familiares, convergindo com o estudo de Wei et al., (2011) e Chiarello et al., (2014) de que empresas familiares possuem como política o baixo pagamento aos seus acionistas.

Além da análise das três variáveis gerais do estudo, buscou-se uma análise complementar com moderação entre as variáveis de modo a explorar todas as possíveis relações entre estas que pudessem impactar na distribuição de dividendos. A primeira variável de moderação testada foi a de *financial distress* moderando o desempenho de mercado (*Financial Distress* * Desempenho de Mercado). Com a não significância dessa variável, sugere-se que quando em conjunto estas não impactam a distribuição de dividendos, logo estas têm impactos diferentes, mas quando são analisadas individualmente apenas, o que depende também do tipo de empresa.

Quanto a segunda relação de moderação (Tipo de empresa * Desempenho de Mercado) também não foi significativa. Apesar de desempenho da empresa ser um objetivo incessante aos interesses e negócio da família (Chiarello et al., 2014), uma diferença estatística não foi encontrada em relação ao tipo de empresa se familiar ou não familiar considerando o desempenho de mercado para determinação de uma política de distribuição de dividendos.

A terceira relação de moderação (Tipo de empresa * *Financial Distress*) foi estatisticamente significante, e representa um achado importante. Apesar de esforços de investigação em relação ao *Financial Distress*, sua relação com a política e a distribuição de dividendos tem sido ignorada em pesquisas financeiras (Deangelo & Deangelo, 1990), esses achados ao demonstrarem relação tanto de forma individual como em moderação além de indicarem que quando em conjunto o tipo de empresa e o *Financial Distress* a distribuição ser reduzida, complementarmente alerta para espaço de pesquisas a ser explorado.

Por fim, para ter uma visão geral relação de moderação foram ainda consideradas quando todas as variáveis gerais estivessem em conjunto (*Financial Distress** Tipo de empresa * Desempenho de Mercado) impactando a distribuição de dividendos, em que não foi encontrado uma relação significativa. Como o que difere esta variável da testada anteriormente é o desempenho de mercado, sugere-se que esta última é a que determina diferença entre as empresas familiares e não familiares e assim, apesar de apresentar uma relação significativa quando analisada de forma individual esta foi devido sua relação em conjunto de todas as empresas. Desta forma, de modo a identificar tais diferenças foram estudados os grupos segregados de empresas e novas regressões foram testadas.

A Tabela 6 representa os resultados da segunda equação considerando apenas empresas familiares, estes são apresentados a seguir.

Tabela 6 - Resultados da regressão linear robusta para empresas familiares

Variáveis	Coefficiente	T	Sig.	Vif
<i>Financial Distress</i>	-1.98e+13	-4.27	0.000	1.35
Desempenho de Mercado	0.0100044	0.97	0.330	1.11
<i>Financial Distress</i> * Desempenho de Mercado	-0.0080158	-0.79	0.432	1.41
Constante	1.58e+13	2,42	0.016	-
Efeito fixo do ano		Sim		
R ²		0.0145		



Durbin-Watson	1.7299
Observações	440

Fonte: Dados da pesquisa.

Modelando os achados apresentados pela Tabela 5, os resultados da Tabela 6 determinam que apenas o *Financial Distress* apresenta uma relação significativa e negativa com a variável dependente que é a distribuição de dividendos. De forma complementar aos resultados apresentados anteriormente, aqui os resultados especificam que o desempenho de mercado de fato não influencia a distribuição de dividendos e ajudam confirmar que são empresas familiares que não determinam sua distribuição de dividendos de acordo com a análise de desempenho de mercado, o que corrobora a falta de significância nas variáveis moderadas apresentadas pela Tabela 5.

Estatisticamente, os resultados apresentam um R^2 baixo tanto na Tabela 5 na relação geral como na 6, apesar da relação significativa. O R^2 baixo não é ruim pois considera o volume de observações, sugere que apesar do *Financial Distress* interferir na determinação de distribuição de dividendos (porque há uma redução na distribuição quando na presença de *Financial Distress*), este explica muito pouco do que as empresas familiares levam em consideração na determinação de quanto distribuir aos acionistas.

Por fim, os resultados da terceira equação são apresentados na Tabela 7 e descrevem resultados da pesquisa quando observadas apenas empresas não familiares.

Tabela 7- Resultados da regressão linear robusta para empresas não familiares

Variáveis	Coefficiente	T	Sig.	Vif
<i>Financial Distress</i>	-0.6232723	-6.56	0.000	1.05
Desempenho de Mercado	-7.05e-11	-3.93	0.000	1.01
<i>Financial Distress</i> * Desempenho de Mercado	-7.07e-09	-0.85	0.398	1.05
Constante	0.6250494	6.33	0.000	-
Efeito fixo do ano		Sim		
R ²		0.0316		
Durbin-Watson		1.8864		
Observações		465		

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 7 determinam especialmente que empresas familiares e empresas não familiares são diferentes e levam em consideração informações diferentes na determinação do aumento ou redução da distribuição de dividendos. Estes achados são apontados pela presença de relação significativa entre o desempenho de mercado, além do encontrado nas empresas familiares o *Financial Distress*.

Confirmando os achados anteriores, a relação negativa com o *Financial Distress* determina redução de distribuição em dificuldade financeira, mas aumento de distribuição em caso de baixo desempenho de mercado, como crises econômicas nacionais ou internacionais. Infere-se com estes resultados que empresas não familiares se oportunizam de momentos de baixo desempenho de mercado como mencionado, por exemplo crises para atrair novos investidores sinalizando através da distribuição de dividendos um bom estado da empresa, mesmo não sendo necessariamente verdade.

Esses resultados ainda, por serem diferentes dos resultados encontrados em empresas familiares corroboram os achados de Scarpin et al., (2012) de que empresas familiares são menos propensas aos riscos, apresentam gestão mais conservadora, tendem a menores níveis de endividamento e realizar reinvestimentos, diferente de empresas com controle não familiar. Ainda quanto a relação de desempenho de mercado e empresas não familiares há uma relação



negativa e significativa, confirmando os achados da Tabela 5, e identificando que a relação corresponde especificamente a empresas não familiares.

De forma geral, os resultados corroboram a literatura quanto as diferenças entre empresas familiares e não familiares sobre *Financial Distress* e desempenho de mercado, e aumentam a literatura estudando relações moderadas. Estatisticamente o Vif (medida de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido a multicolinearidade) foi abaixo de 10 em todas as análises, indicando ausência de problemas em relação a colinearidade dos dados. O R^2 das regressões foi baixo, apesar das relações significativas indicando que além das variáveis estudadas outras que não abrangidas nesta pesquisa influenciam a distribuição de dividendos, variável dependente a qual se buscou estudar nesta pesquisa.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas brasileiras familiares e não familiares. Como base teórica foram discutidos estudos anteriores sobre cada uma das três temáticas: distribuição de dividendos, desempenho de mercado e *Financial Distress* de empresas familiares e não familiares, considerados nesta pesquisa como variável explicada, variável que independente da organização, variável que depende da organização e o cenário, respectivamente.

A metodologia utilizada para análise dos dados foi descritiva, documental, com abordagem quantitativa e a população compreendeu a todas as empresas listadas na BM&FBovespa no período de análise que perfez os anos de 2013 a 2017. A amostra constituiu-se de 88 empresas familiares e 93 empresas não familiares brasileiras. Na análise dos dados aplicou-se o método de regressão linear múltipla (OLS) com erros padrão robustos e efeitos fixos de ano.

Os resultados apontaram que há diferença das variáveis que influenciam a distribuição de dividendos de acordo com o tipo de empresa corroborando os achados de e assim diverge dos achados de Chiarello et al., (2014) sobre a diferença do efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas. A presente pesquisa relata que para empresas familiares o desempenho de mercado não é uma variável determinante para determinação da distribuição de dividendos.

Quanto ao *Financial Distress* os resultados indicaram que em ambos os tipos de empresa a variável é considerada e apresenta relação negativa, o que corresponde a uma atenção das organizações para o sofrimento e dificuldade financeira. Além disso, o *Financial Distress* é um importante indicador que tem implicações para o futuro de uma organização (Avramov et al., 2013), ter consciência e a distribuição de dividendos com uma relação negativa é um indicativo de que as organizações estão atentas a seus impactos.

Desta forma, a pesquisa cumpriu com o objetivo de identificar o efeito na distribuição de dividendos e as estratégias adotadas pelas empresas de propriedade familiar e não familiar em situações de exposição ao *Financial Distress*. Como sugerido por Kristanti et al., (2016) empresas familiares são mais avessas a riscos e mais atentas a situações de dificuldades financeiras.

De acordo com Silva e Majluf (2008), as empresas familiares representam parte significativa no mercado de capitais no Brasil, e é importante compreende-las visto que este tem influência direta sobre a economia do país, e que afeta conseqüentemente todos os envolvidos a esta. Somado a isto, e como já observado por Valmorbida (2013) ressalta-se que para obtenção de sucesso organizacional deve-se conhecer profundamente o contexto em que as empresas estão inseridas, de modo a garantir eficácia de resultados e desempenho no contexto global.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Esta pesquisa contribui para a literatura por analisar a influência do desempenho de mercado e do *Financial Distress* na distribuição de dividendos de empresas familiares e não familiares visto que ambas variáveis influenciam diferentemente na organização. O desempenho não está sob alcance total da empresa que comumente está exposta as variações e mudanças do mercado, por sua vez o *Financial Distress* é um importante indicador a ser analisado, além de corresponder a um estágio antecedente a falência, o que configura que este pode ser observado e gerido diretamente pelas organizações. Quanto as variáveis moderadoras porque ajudam a realização de uma análise completa, analisando todas as formas possíveis de influência das variáveis.

Porém, o presente estudo demonstra algumas limitações que devem ser consideradas. Primeiramente o período poderia ser utilizado um mais estendido de modo a considerar mais períodos de *financial distress* nas relações estudadas. Outra limitação se refere as variáveis selecionadas para mensuração do desempenho, visto ter sido escolhido arbitrariamente uma única variável que melhor correspondia ao proposto pela pesquisa, apesar de outras existentes. Além disso, foi considerado um único cenário correspondente ao brasileiro. Ainda em relação as limitações têm-se o baixo poder de explicação do modelo que é limitada as poucas variáveis estudadas e ao próprio cenário de política de dividendos do Brasil que determina um conjunto de observações específicas.

Sugere-se para pesquisas futuras, o aumento no número de anos, por considerar mais anos de *Financial Distress*. Outra sugestão, referente a análise do *Financial Distress*, é o aumento de pesquisas relacionadas a distribuição de dividendos, visto que apesar de ser uma área de finanças amplamente discutida na literatura, poucas pesquisas foram relacionadas *Financial Distress*, o que inclusive configurou uma limitação dos autores na fundamentação da escolha desta variável.

Ainda quanto a pesquisas futuras o aumento de variáveis para identificar o desempenho de mercado das organizações são incentivados. A análise de cenários que não o brasileiro, especificamente pela política de dividendos deste, ou este considerando a influência de outros fatores como política de distribuição considerando valores fixados por lei, juros sobre capital próprio e demais fatores específicos deste país merecem investigação mais aprofundada. Uma nova proposta poderia considerar o contexto cultural dos países, inclusive para considerar a influência das empresas familiares nesses. No que se refere a análise abordada no estudo, recomenda-se ainda que futuras pesquisas possam investigar outras relações entre o *Financial Distress*, e o desempenho de mercado na distribuição de dividendos de empresas em setores de atividade específicos.

REFERÊNCIAS

- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: a matched- pair investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315-329.
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625-658.
- Assaf Neto, A. (2014) *Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 20.
- Avramov, D., Chordia, T., Jostova, G., & Philipov, A. (2013). Anomalies and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 139-159.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

- Chiarello, T. C., da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2014). Efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(3), 432-452.
- Cleofas-Sánchez, L., García, V., Marqués, A. I., & Sánchez, J. S. (2016). Financial distress prediction using the hybrid associative memory with translation. *Applied Soft Computing*, 44, 144-152.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), 1415-1431.
- Fallahpour, S., Lakvan, E. N., & Zadeh, M. H. (2017). Using an ensemble classifier based on sequential floating forward selection for financial distress prediction problem. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 34, 159-167.
- Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (2000). Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 1(1).
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- Kristanti, F. T., Rahayu, S., & Huda, A. N. (2016). The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 440-447.
- Laffranchini, G., & Braun, M. (2014). Slack in family firms: evidence from Italy (2006-2010). *Journal of Family Business Management*, 4(2), 171-193.
- Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20, 1-12.
- López-Delgado, P., & Diéguez-Soto, J. (2015). Lone founders, types of private family businesses and firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 73-85.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 52-66.
- Nemkova, E. (2017). The impact of agility on the market performance of born-global firms: An exploratory study of the 'Tech City' innovation cluster. *Journal of Business Research*, 80, 257-265.
- Oshiro, R. K. (2016). *Estruturas de governança corporativa e financial distress: há relação entre conselho de administração e empresas em financial distress?* (Doctoral dissertation).
- Padilha, D. F., Da Silva, A., Da Silva, T. P., & Gonçalves, M. Folga Financeira e Desempenho de Mercado: Uma Análise em Empresas do Brasil e da Itália Financial Slack and Market Performance: an Analysis of Brazilian and Italian Companies.
- Pamplona, E. (2016). *Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas*. Dissertação de mestrado, Universidade Regional de Blumenau, SC, Brasil.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2006). Understanding differences between. Financial distress and bankruptcy.
- Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, 33(4), 06-15.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

- Salsa, M. L. C. D. R. (2009). A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas.
- Scarpin, J. E., Almeida, D. M., & Machado, D. G. (2012). Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice ibrx-100 da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 4(2), 93.
- Silva, F., & Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes?. *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614.
- Silva, F., & Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes?. *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614.
- Tsai, C. F. (2014). Combining cluster analysis with classifier ensembles to predict financial distress. *Information Fusion*, 16, 46-58.
- Valmorbida, S. M. I., Ensslin, S. R., Ensslin, L., & Bortoluzzi, S. C. (2013). Avaliação de desempenho organizacional: panorama das publicações em periódicos nacionais. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2).
- Vancin, D. F., & Laser Procianoy, J. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1).
- Vidal Fonteles, I., Azevedo Peixoto Júnior, C., Carvalho de Vasconcelos, A., & Mendes De Luca, M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3).
- Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 4(1-2), 29-46.
- Wernke, R., & Lembeck, M. (2004). Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(35), 68-83.