

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE  
EMPRESAS**

**POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE  
EMPRESAS MULTINACIONAIS E DOMÉSTICAS**

**EDUARDO CEZAR DE OLIVEIRA**

São Paulo  
2022

**EDUARDO CEZAR DE OLIVEIRA**

**POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE  
EMPRESAS MULTINACIONAIS E DOMÉSTICAS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Orientadora: Profa. Dra. Michele Nascimento Jucá  
Coorientador: Prof. Dr. João Paulo Torre Vieito

São Paulo  
2022

0048p

Oliveira, Eduardo Cezar de

Política de distribuição de dividendos de empresas multinacionais e Domésticas / Eduardo Cezar de Oliveira.

2.038 KB; il.

Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2022.

Orientadora: Profa. Dra. Michele Nascimento Jucá

Referências Bibliográficas: f. 1 -113

1. Política de dividendos. 2. Empresas multinacionais. 3. Empresas domésticas. 4. Revisão sistemática. 5. Tobit. I. Jucá, Michele Nascimento, orientadora. II. Vieito, João Paulo Torre, coorientador. III. Título.

## Folha de Identificação da Agência de Financiamento

**Autor:** Eduardo Cezar de Oliveira

**Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em** Administração de Empresas

**Título do Trabalho:** Política de distribuição de dividendos de empresas multinacionais e domésticas

O presente trabalho foi realizado com o apoio de<sup>1</sup>:

- CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
- CNPq – Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
- FAPESP – Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo
- Instituto Presbiteriano Mackenzie/Isenção integral de Mensalidades e Taxas
- MACKPESQUISA – Fundo Mackenzie de Pesquisa
- Empresa/Indústria:
- Outro:

<sup>1</sup> Observação: caso tenha usufruído mais de um apoio ou benefício, selecione-os

EDUARDO CEZAR DE OLIVEIRA

POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS  
MULTINACIONAIS E DOMÉSTICAS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção de título de Doutor em Administração de Empresas.

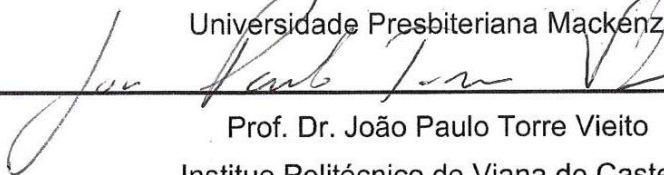
Aprovado em 09/08/2022

BANCA EXAMINADORA



---

Prof. Dra. Michele Nascimento Jucá  
Universidade Presbiteriana Mackenzie



---

Prof. Dr. João Paulo Torre Vieito  
Instituto Politécnico de Viana do Castelo



---

Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso  
Universidade Presbiteriana Mackenzie



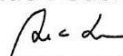
---

Prof. Dr. Denis Forte  
Universidade Presbiteriana Mackenzie



---

Prof. Dra. Luciana Carvalho  
Universidade Federal de Uberlândia



---

Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por me conceder saúde mental e física durante esses anos, além da fé para acreditar que meus projetos podem ser realizados.

Agradeço à minha mãe - Carmen Lúcia Lima de Oliveira - por ter me criado e ajudado a me tornar um homem melhor a cada dia. Mesmo do céu, ela olha por mim.

Agradeço a meu pai - José de Oliveira - por todos os conselhos, risadas e resenhas que desfrutamos por mais de 30 anos. Ele sempre me apoiou nos meus estudos e continua a me guiar lá do céu.

Agradeço à professora Dra. Michele Nascimento do Jucá por toda a paciência que demonstrou ao longo desses anos, durante minha passagem pelo programa de pós-graduação.

Agradeço ao professor Dr. João Paulo Torre Vieito que - mesmo estando em outro país - me auxiliou neste trabalho e contribuiu com meu aprimoramento acadêmico.

Agradeço de coração a todos os professores do programa de pós-graduação que me ajudaram com a transmissão de seus conhecimentos - tão importantes para a conclusão deste trabalho e para minha formação acadêmica.

## RESUMO

Ao longo da última década, a análise sobre a política de distribuição de dividendos limita-se, basicamente, aos seus determinantes tradicionais - rentabilidade, endividamento, liquidez, controle da propriedade, tamanho da empresa etc. Assim sendo, este estudo pretende ampliar as fronteiras do conhecimento sobre esse tema, verificando as diferenças - que empresas multinacionais (EMs) e domésticas (EDs) - possuem sobre suas políticas corporativas. EMs são aquelas que possuem uma relação entre receita de vendas das subsidiárias no exterior e receita de vendas total acima de 25%, bem como presença em mais de 2 países. Para tanto, são desenvolvidos dois artigos. O primeiro examina a literatura por meio de métodos de análise bibliométrica e revisão sistemática. Seu objetivo consiste em fornecer uma agenda e estrutura de pesquisa para abordar as principais lacunas no conhecimento atual sobre a política de distribuição de dividendos de EMs e EDs. Os resultados obtidos no primeiro artigo confirmam que: i) dividendos é um *hot topic*, ii) há poucos estudos que analisam empresas de países em desenvolvimento e que fazem uso de modelos de regressão distintos de dados em painel, iii) risco político, tributação e instrumentos de governança corporativa podem impactar o percentual de distribuição de dividendos entre ambos tipos de empresa. Tais resultados ratificam a relevância desta pesquisa. Já o segundo artigo analisa o impacto de uma companhia ser EM ou ED na sua política de distribuição de dividendos, bem como do efeito moderador de mecanismos de governança corporativa das EMs nos seus índices de *payout*. Para tanto, utiliza-se uma base de dados de países emergentes que são parceiros-chave da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. As hipóteses são testadas por meio de modelos de regressão logística (*logit*) e *tobit pooled* – sendo: *H1* - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos e *H2* - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs. Adicionalmente, realiza-se um teste de robustez via modelo *Ordinary Least Squares* (OLS). Os resultados confirmam ambas hipóteses, podendo lançar luz sobre o poder moderador dos mecanismos de governança e decisões corporativas das EMs – ao considerar riscos políticos e carga tributária – de reter e reinvestir ou em distribuir seus lucros aos acionistas.

**Palavras-chave:** Política de dividendos, Empresas multinacionais, Empresas domésticas, Revisão sistemática, Tobit.

## ABSTRACT

*Over the last decade, the analysis of dividend distribution policy is basically limited to its traditional determinants - profitability, indebtedness, liquidity, ownership control, company size, etc. Therefore, this study intends to expand the frontiers of knowledge on this subject, verifying the differences - that multinational (EMs) and domestic (EDs) companies - have on their corporate policies. EMs are those that have a ratio between sales revenue from overseas subsidiaries and total sales revenue above 25%, as well as presence in more than 2 countries. To this end, two articles are developed. The first examines the literature through methods of bibliometric analysis and systematic review. Its purpose is to provide a research agenda and framework to address major gaps in current knowledge about the dividend distribution policy of EMs and EDs. The results obtained in the first article confirm that: i) dividends are a hot topic, ii) there are few studies that analyze companies from developing countries and that make use of different regression models of panel data, iii) political risk, taxation and corporate governance instruments can impact the percentage of dividend distribution between both types of companies. Such results confirm the relevance of this research. The second article analyzes the impact of a company being EM or ED on its dividend distribution policy, as well as the moderating effect of EM corporate governance mechanisms on their payout ratios. To this end, a database of emerging countries that are key partners of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) - Brazil, China, India, Indonesia and South Africa is used. The hypotheses are tested using logistic regression models (logit) and tobit pooled – as follows: H1 - There is a negative relationship between EMs and the distribution of dividends and H2 - There is a positive relationship between corporate governance instruments and the distribution of dividends of EMs. Additionally, a robustness test is performed via the Ordinary Least Squares (OLS) model. The results confirm both hypotheses, and may shed light on the moderating power of the governance mechanisms and corporate decisions of EMs – when considering political risks and tax burden – to retain and reinvest or distribute their profits to shareholders.*

**Keywords:** *Dividend policy, Multinational companies, Domestic companies, Systematic review, Tobit.*



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Frequência cronológica da publicação dos artigos.....	33
Figura 2 – Mapa de coocorrência das palavras-chave.....	38
Figura 3 - Frequência dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados .....	44
Figura 4 - Frequência das citações dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados.....	44
Figura 5 – Mapa de citações dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados .....	45
Figura 6 – Mapa de cocitação entre os periódicos .....	46
Figura 7 – Mapa dos oito autores mais produtivos.....	49
Figura 8 – Categoria 1 - Tema principal/foco do estudo.....	56
Figura 9 – Categoria 2 - Teorias relacionadas hipóteses .....	57
Figura 10– Categoria 3 - Método utilizado .....	57
Figura 11– Categoria 4 - Variáveis dependentes.....	57
Figura 12 – Categoria 5 - Variáveis independentes.....	58
Figura 13 – Categoria 6 - Tipos de dados analisados .....	58
Figura 14 – Categoria 7 - Origem dos dados.....	58
Figura 15 – Categoria 8 - Contexto econômico.....	59
Figura 16 – Categoria 9 - Período de análise.....	59
Figura 17 – Categoria 10 – Resultados.....	60
Figura 18 – Categoria 11 - Conclusão sobre a hipótese .....	60
Figura 19 – Categoria 12 - Avenidas para estudos futuros.....	60
Figura 20 - Análise das (sub) categorias para identificação das lacunas do conhecimento .....	64

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Palavras-chave para obtenção da amostra inicial .....	27
Tabela 2 – Matriz de (sub) categorização.....	29
Tabela 3 – Grupos de categorização das palavras-chave .....	34
Tabela 4 – <i>Hot topics</i> .....	39
Tabela 5 – T de Goffman.....	42
Tabela 6 – Classificação de palavras (Lei de Zipf) .....	43
Tabela 7 – Frequência dos artigos publicados em periódicos acadêmicos.....	45
Tabela 8 – Classificação dos periódicos acadêmicos (Lei de Bradford).....	47
Tabela 9 – Dez artigos mais citados .....	48
Tabela 10 – Aplicação da Lei de Lotka .....	50
Tabela 11 – Principais dados dos artigos.....	51
Tabela 12 – Codificação das categorias e subcategorias de análise dos artigos.....	54
Tabela 13 – Resultados estudos empíricos com modelo Logit .....	81
Tabela 14 – Resultados estudos empíricos com modelo Tobit .....	81
Tabela 15 – Evolução da amostra final .....	82
Tabela 16 – Classificação da curva ROC .....	84
Tabela 17 – Descrição das variáveis.....	85
Tabela 18 – Estatística descritiva das (sub) amostras.....	87
Tabela 19 – Média das variáveis por ano .....	88
Tabela 20 – Análise de correlação.....	89
Tabela 21 - Regressão logística (H1) .....	91
Tabela 22 - Regressão logística (H2) .....	92
Tabela 23 – Testes de pós estimação dos modelos de regressão logística .....	93
Tabela 24 – Curva ROC .....	94
Tabela 25 – Regressão Tobit <i>Pooled</i> – H1 .....	96
Tabela 26 – Regressão Tobit <i>pooled</i> – H2 .....	98
Tabela 27 – Resumo dos resultados .....	99
Tabela 28 – Regressão OLS <i>pooled</i> .....	99
Tabela 29 – Comparação Tobit x OLS .....	101

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BCB	Banco Central do Brasil
DOI	Digital Object Identifier
EDs	Empresas Domésticas
EMs	Empresas Multinacionais
IDE	Investimento Direto no Exterior
IDP	Investimento Direto no País
JEL	Journal of Economic Literature
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
VD	Variável Dependente
VI	Variável Independente
WoS	Web of Science

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	13
1.1 Artigo 1.....	15
1.2 Artigo 2.....	15
Referências .....	17
2. POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS DOMÉSTICAS E MULTINACIONAIS: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA .....	19
2.1 Introdução.....	20
2.2 Revisão da literatura .....	21
2.3 Metodologia.....	25
2.4 Resultados.....	32
2.5 Análise bibliométrica.....	32
2.6 Revisão sistemática .....	50
2.7 Conclusão .....	65
Referências .....	67
3. O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS MULTINACIONAIS E DOMÉSTICAS.....	74
3.1. Introdução.....	75
3.2 Revisão de literatura .....	77
3.3 Metodologia.....	82
3.4 Análise dos resultados .....	86
3.5 Resultados da análise de regressão logística .....	90
3.6 Resultados da análise de regressão Tobit .....	94
3.7 Resultados da análise de regressão OLS .....	98
3.8 Comparação dos resultados das regressões dos modelos Tobit e OLS .....	100
3.9 Conclusão .....	101
Referências .....	104
4. CONCLUSÃO .....	112

## 1. INTRODUÇÃO

Em 1961, Miller e Modigliani (MM) publicam um artigo sobre a irrelevância da política de distribuição de dividendos, tendo como premissa a existência de um mercado perfeito. A criação de valor pela empresa depende – essencialmente - do fluxo de caixa gerado por seus ativos e do risco econômico a eles associados. Em oposição à MM, Linter (1962) e Gordon (1963) afirmam que a política de distribuição de dividendos é relevante. O investidor prefere receber dividendos no presente ao invés de esperar uma possível valorização da ação e consequente ganho de capital – teoria pássaro na mão. Já Spence (1973) apresenta a teoria da sinalização, segundo a qual a distribuição de dividendos comunica ao mercado perspectivas positivas sobre os resultados da empresa. Desde então, o estudo sobre a política de distribuição de dividendos vêm sendo discutido na academia com maior frequência. As mudanças econômicas, intercaladas por crises globais, exercem influência crescente nessas decisões.

A evolução tecnológica pôs fim às limitações geográficas das empresas, tornando seus negócios cada vez mais complexos e transnacionais. A exportação de seus ativos reais a outras nações diversifica seu risco e amplia suas fontes de receita. Tal fato faz com que os governos locais passem a analisar os investimentos das empresas multinacionais como uma importante origem de riquezas, viabilizando o crescimento do seu Produto Interno Bruto (PIB). A partir de 1990, destaca-se a inclusão de países emergentes no processo de fragmentação da produção. Peças e componentes cruzam o globo, a partir da formação das cadeias de valor global. Elas viabilizam o crescimento das conexões entre as empresas, tendo por objetivo o aumento de sua eficiência (World Bank, 2020).

Diante desse novo cenário, em 2012, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) eleva ao *status* de parceiro-chave os países Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. Caso venham a cumprir protocolos estabelecidos pela OECD, eles podem vir a fazer parte do grupo de países membros. No caso do Brasil, por exemplo, em 2020, o Banco Central do Brasil (BCB) registra ingresso de US\$ 11,7 bilhões em lucros distribuídos auferidos por companhias nacionais no exterior - investimentos direto no exterior (IDE). Já as empresas residentes no Brasil - receptoras de investimento direto no país (IDP) - distribuem lucros - na forma de dividendos - ao exterior de US\$ 22 bilhões (BCB, 2021).

A literatura existente, até então, limita-se a analisar os determinantes tradicionais da política de distribuição de dividendos - rentabilidade, endividamento, liquidez, controle da propriedade, tamanho da empresa etc. Além disso, há uma escassez de estudos que tratem da distinção entre empresas multinacionais (EM) e domésticas (ED), em relação à política de distribuição de dividendos. A expansão dos negócios de uma empresa em território estrangeiro pode aumentar seu lucro total. Contudo, possuir ativos fora do país de origem aumenta o risco político do negócio. Além disso, a diferença de alíquotas tributárias pode afetar a repatriação dos dividendos.

Assim sendo, este estudo propõe analisar o impacto das empresas EMs e EDs na política de distribuição de dividendos. Para tanto, são apresentados dois artigos. O primeiro examina a literatura existente sobre o tema por meio de uma análise bibliométrica e revisão sistemática. Seu objetivo consiste em fornecer uma agenda e estrutura de pesquisa para abordar as principais lacunas no conhecimento atual sobre o tema. Os resultados obtidos nesse primeiro artigo direcionam o estudo subsequente.

Por sua vez, o segundo artigo analisa os determinantes da política de distribuição de dividendos nas EDs, em comparação às EMs. Assim, interessa verificar qual é o impacto de uma EM ou ED na sua política de distribuição de dividendos, bem como do efeito moderador de mecanismos de governança corporativa das EMs nos seus índices de *payout*. *A priori*, tem-se que EDs tendem a distribuir mais dividendos que EMs, uma vez que essas últimas preferem reinvestir os lucros em suas subsidiárias.

As contribuições deste estudo envolvem questões práticas e sociais. O entendimento da diferenciação entre os determinantes da política de distribuição de dividendos de EMs e EDs pode lançar luz sobre suas decisões corporativas – ao considerar riscos políticos e carga tributária – de reter e reinvestir ou em distribuir seus lucros aos acionistas. Além disso, o efeito moderador da governança corporativa nessas decisões - para as EMs - sinaliza um eventual aumento da liquidez aos seus proprietários, face aos riscos inerentes a elas. Por fim, destaca-se a análise desses aspectos para empresas de países em desenvolvimento, cujas peculiaridades tornam a análise desse tema ainda relevante.

## 1.1 Artigo 1

O estudo visa identificar os principais contribuidores, áreas-chave, dinâmica atual e caminhos para futuras pesquisas no campo do impacto das EMs e EDs na política de distribuição de dividendos. Para tanto, adota-se a metodologia de revisão sistemática da literatura, combinada com uma análise bibliométrica. A amostra final é composta por 23 estudos obtidos, a partir da base Web of Science (WoS). Entre as lacunas de conhecimento identificadas estão a comparação dos determinantes da distribuição de dividendos de EDs e EMs, bem como a identificação de instrumentos de governança corporativa que influenciam a distribuição de dividendos pelas EMs – ex: remuneração do CEO, remuneração dos gestores, mulheres e independência do conselho de administração.

## 1.2 Artigo 2

Para Akhtar (2018), estudos sobre política de distribuição de dividendos se limitam a analisar aspectos de empresas que atuam em países desenvolvidos, não considerando características distintas entre essas subsidiárias e empresas locais. No caso dos estudos que utilizam dados dos Estados Unidos, eles limitam os resultados às condições tributárias de sistemas similares ao seu. Além disso, a autora destaca que há poucos estudos que distinguem as implicações associadas às EDs e EMs.

Entretanto, há diferenças de riscos aos quais ambas estão sujeitas. Normalmente, EMs são mais expostas aos riscos políticos, legais, tributários e operacionais, uma vez que elas estão - geograficamente - mais distantes da matriz que as EDs. Tal fato faz com elas distribuam menos dividendos que as EDs. Por outro lado, a teoria de agência indica que a presença de instrumentos de governança corporativa contribui para uma maior distribuição de dividendos. Logo, existe a possibilidade de que a presença desses instrumentos mitigue a redução do índice de *payout* das EMs, face aos riscos às quais elas estão expostas (Atanassov & Mandell, 2018; Yet *et al.*, 2019; Ding *et al.*, 2020; Ain *et al.*, 2021; Trinh *et al.*, 2021).

Diante do exposto, este estudo tem por objetivo verificar o impacto de uma companhia ser uma EM ou ED na sua política de distribuição de dividendos, bem como do efeito moderador de mecanismos de governança corporativa das EMs nos seus índices de *payout*. Para tanto, analisa-se uma amostra de 3,397 companhias de capital aberto dos países parceiros-chave da OECD -

Brasil, China, Índia, Indonésia e Africa do Sul - entre 2008 e 2019. Os dados são obtidos a partir da base da Capital IQ, Bloomberg e PRS Group, sendo analisados por meio de regressão logística e dados censurados tobit empilhados/*pooled*.



## Referências

- Ain, Q.U., Yuan, X., Javaid, H.M., Zhao, J., & Xiang, L. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Chinese listed firms. *SAGE Opens*, 11(1), 1-19  
<https://doi.org/10.1177/2158244021997807>
- Akhtar, S. (2018). Dividend policies across multinational and domestic corporations - an international study. *Accounting and Finance*, 58(3), 669-695.  
<https://doi.org/10.1111/acfi.12179>
- Atanassov, J., & Mandell, A.J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 53, 106-132.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.004>
- Banco Central do Brasil – BCB (2021). *Direct investment report*. Retrieved from  
<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid>
- Ding, C., Ho, C.Y., & Chang, M. (2020). CEO and CFO equity compensation and dividend payout over the firm lifecycle. *Global Finance Journal*, 49(1), 1-14.  
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100562>
- Gordon, M.J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 28(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.  
<https://doi.org/10.2307/1927792>
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, (34)4, 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.  
<https://doi.org/10.2307/1882010>

Trinh, V.Q., Cao, N.D., Dinh, L.H., & Nguyen, H.N. (2021). Boardroom gender diversity and dividend payout strategies: Effects of mergers deals. *International Journal of Finance and Economics*, 26, 6014–6035. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2106>

World Bank (2020). *Trading for development in the age of global value chain*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2020>.

Yet, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S.H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend *payouts*? Analysis of global evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>

## **2. POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS DOMÉSTICAS E MULTINACIONAIS: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA**

### **Resumo**

O tema de determinantes das políticas de distribuição de dividendos de EMs vêm suscitando o interesse de pesquisadores em diversos países, face ao aumento da integração das cadeias produtivas em nível global. Assim sendo, esse estudo tem o objetivo de realizar uma análise bibliométrica - combinada à uma revisão sistemática – da literatura empírica sobre o impacto de empresas multinacionais e domésticas na política de distribuição de dividendos. Para tanto, adota-se métodos de análise bibliométrica e revisão sistemática na amostra final de 23 artigos. O primeiro refere-se a uma análise quantitativa desenvolvida por meio da contagem de frequências e co-citações. Já o segundo refere-se a uma análise qualitativa, buscando-se a correlação entre temas relevantes; porém, ainda pouco explorados pela academia. Referidos artigos são obtidos a partir da base de dados WoS. A adoção de ambos métodos prescindem do uso de *softwares* tais como RStudio, R, VOSViewer e Rank Words. Na análise bibliométrica, adota-se ainda a verificação de suas principais leis, como Zipf (1949), Bradford (1934) e Lotka (1926). Entre as lacunas de conhecimento identificadas estão a comparação dos determinantes da distribuição de dividendos de EDs e EMs, bem como a identificação de aspectos que influenciam a repatriação de dividendos pelas EMs – ex: taxa de câmbio e oferta de crédito.

**Palavras-chave:** Política de dividendos, Empresas multinacionais, Empresas domésticas, Análise bibliométrica, Revisão sistemática

## 2.1 Introdução

A política de distribuição de dividendos é um tema que há muito vem sendo discutido na academia, sobretudo no que se refere à identificação de seus determinantes. Entre as teorias sobre a política de distribuição de dividendos, destacam-se a de irrelevância dos dividendos (Miller & Modigliani, 1961) e a do pássaro na mão (Lintner, 1962; Gordon, 1959,1963). Para Miller e Modigliani (1961) – doravante MM - em um mercado perfeito, o valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos, mas sim por sua capacidade de geração fluxos de caixa futuro.

Em oposição à MM, Lintner (1962) e Gordon (1959, 1963) afirmam que dividendos são relevantes. Assim, investidores preferem receber dividendos o mais breve possível, reduzindo a incerteza do retorno do seu investimento, o que finda por elevar o preço da ação. Por sua vez, Spence (1973) se opõe à existência de um mercado perfeito. Segundo ele, empresas findam por sinalizar alterações em seus fluxos de caixa futuros, via mudanças em sua política de distribuição de dividendos - que são comunicadas na publicação de fatos relevantes.

Desde as obras seminais desses autores, estudos empíricos buscam identificar os determinantes das políticas de distribuição de dividendos, tendo referidas teorias como base para suas hipóteses. Entre os principais determinantes analisados estão a cultura do país, crises políticas, fusões e aquisições, tributos e repatriação de capital (Shao *et al.*, 2010; Huang *et al.*, 2015; Glendening *et al.*, 2016; Harju & Kari, 2017; Akhtar, 2018a).

Entretanto, há uma escassez de estudos que tratem da distinção entre empresas multinacionais (EM) e domésticas (ED), em relação à política de distribuição de dividendos. A expansão dos negócios de uma empresa em território estrangeiro pode aumentar seu lucro total. Contudo, possuir ativos fora do país de origem aumenta o risco político do negócio. Além disso, a diferença de alíquotas tributárias pode afetar a repatriação dos dividendos. Assim sendo, este estudo procura responder à seguinte questão: Qual é o impacto de empresas que possuem ativos e receitas fora do seu país de origem na sua política de distribuição de dividendos?

Para responder a essa pergunta, realiza-se uma análise bibliométrica e revisão sistemática sobre o tema, considerando o período entre janeiro de 1972 e agosto de 2020. Segundo Tranfield (2003), revisões sistemáticas diferem das narrativas tradicionais ao adotar um processo

replicável, científico e transparente. Ela visa minimizar o viés, por meio de pesquisas exaustivas na literatura de artigos publicados, além de fornecer uma trilha de auditoria das decisões, procedimentos dos revisores e conclusões. Dessa forma, o desafio proposto é identificar estudos relevantes, lacunas do conhecimento e avenidas para estudos futuros em torno da questão-problema.

Para tanto, faz-se necessário: a) identificar os artigos mais relevantes que analisem a política de distribuição de dividendos das companhias - com enfoque especial para o tratamento diferenciado entre EM e ED; b) classificar e codificar as principais características dos artigos selecionados – ex: teorias relacionadas, variáveis (in) dependentes, origem dos dados, metodologias, autores, periódicos etc; c) apresentar um breve resumo e contribuição dos artigos; d) identificar as principais lacunas do conhecimento e avenidas para futuros estudos sobre o tema.

Os demais itens deste estudo estão organizados da seguinte forma. A revisão da literatura é apresentada na seção 2. Na seção 3, a metodologia de análise bibliométrica e revisão sistemática é pormenorizada. A análise dos resultados é detalhada na seção 4. Na seção 5, apresenta-se a classificação e as principais contribuições dos trabalhos. A seção 6 destaca os resultados da pesquisa, incluindo as lacunas de conhecimento. Por fim, a seção 7 aponta as principais conclusões e limitações.

## **2.2 Revisão da literatura**

Empresas que possuem lucros consistentes têm uma decisão importante com relação ao seu destino – distribuí-los aos acionistas ou realizar reinvestimentos em ativos? Assim, a política de distribuição de dividendos gera conflito de agência, uma vez que acionistas priorizam o retorno atual de seus investimentos, enquanto que gestores priorizam retornos futuros, por meio no investimento em novos projetos.

Referido conflito gera custos como o de monitoramento dos administradores pelos acionistas. Miller e Modigliani (1961) assumem que não há taxas de corretagem ou custos de transação. Entretanto, existe um custo de monitoramento constante. Também observa-se a aversão ao risco pelos administradores, o que os estimula a investir em projetos mais seguros. Esse comportamento opõe-se aos dos acionistas que optam por projetos mais arriscados e,

consequentemente, com maior potencial de retorno (Easterbrook, 1984). Por sua vez, Shao *et al.* (2010) afirmam que a relação acionista-administrador não é um jogo de soma zero. O conflito entre ambos compromete o desempenho da empresa, afetando interesses coletivos e quebrando a harmonia do grupo.

O resultado obtido por Glendening *et al.* (2016) aponta para redução no pagamento de dividendos em empresas que: a) estão localizadas em países com regimes legais consistentes, b) possuem maior necessidade de financiamento externo e c) têm um sistema frágil de monitoramento dos administradores. Há ainda indícios de que a distribuição de dividendos pelas empresas diminui após eventos de reorganização societária – ex: fusões ou aquisições delas junto a grandes grupos empresariais ou empresas de maior porte.

Já para Brockman *et al.* (2014), empresas utilizam a política de distribuição de dividendos para reduzir assimetria informacional e custos de agência. Tal fato decorre de uma possível fragilidade institucional dos países nos quais essas empresas estão localizadas – ex: legislação permissível com a ação de *insiders traders*. Diante disso, referidas empresas elevam seus índices de *payout* e estimulam a pulverização de sua propriedade.

Hardin III e Hill (2008) esclarecem o papel da política de dividendos para os fundos imobiliários. Esses ativos demandam capital adicional do mercado de dívida e de ações para crescer. Logo, a distribuição de lucros também é fundamental para mitigar eventuais problemas de conflitos de agência.

Por sua vez, Pieloch-Babiarz (2019) identifica características estruturais das empresas que também influenciam sua política de distribuição dos dividendos. Aquelas cujos acionistas minoritários também exercem o papel de gestores possuem maior índice de *payout*. De forma contrária, aquelas cujos acionistas majoritários participam da sua administração optam por reter e reinvestir os lucros, priorizando retornos futuros.

Ambientes com maior nível de transparência informacional estimulam maiores índices de pagamento de dividendos. Isto ocorre porque os acionistas podem auferir com maior precisão o excesso de fluxo de caixa, o que facilita sua manifestação pela distribuição dos lucros nas assembleias. Já em empresas com menor nível de *disclosure*, seus gestores necessitam sinalizar ao mercado sua reputação. Assim, eles o fazem por meio de maiores níveis de *payout*

(Brockman & Unlu, 2011).

A teoria da sinalização apresentada por Lintner (1956) é base para diversas pesquisas acadêmicas. Mudanças na política de distribuição de dividendos pode ser um indicador a investidores atentos. Nos estudos de Kim e Jang (2010), eles indicam que empresas de hospedagem e hotelaria são extremamente conservadoras ao realizarem alterações em suas políticas de distribuição de dividendos, evitando sinalizar volatilidade em seus resultados.

Na Polônia, há duas práticas distintas de implementação da política de distribuição de dividendos. Entre as empresas que regularmente os distribuem, as dominantes são aquelas que o fazem de forma constante e crescente. Esta política é particularmente atraente aos investidores de longo prazo que esperam obter retornos tanto pelo recebimento de dividendos, quanto pelo ganho de capital a ser obtido na venda futura da ação. Já as empresas que conduzem diferentes tipos de política de dividendos diferem em muitos aspectos, sobretudo no caso daquelas que adotam uma política extrema e residual. Esse tipo de política é mais atraente aos investidores que almejam crescimento do capital (Pieloch-Babiarz, 2020).

As diferentes características dos países influenciam a política de distribuição de dividendos das empresas. Em alguns países, a previsibilidade de dividendos evidencia-se devido à sinalização observada. Para Breuer *et al.* (2014), paciência e aversão à perda demonstram exercer influência na determinação das diferenças entre os países eleitos ao investimento. Mais recentemente, Breuer *et al.* (2017) sugerem que, em ambientes de incertezas, administradores tendem a ser mais conservadores na gestão do caixa. Já para Ellsberg (1961), essa visão mais conservadora se dá inclusive em empresas com maior nível de *disclosure*, quando há problemas de confiabilidade e conflito de agência.

Empresas têm dificuldades em justificar a acumulação de caixa, uma vez que, *a priori*, os recursos devem ser investidos em projetos futuros. Entretanto, se uma empresa possui um alto índice de liquidez, não se justifica a acumulação adicional de caixa, viabilizando uma maior índice de *payout* (Breuer *et al.*, 2017).

Diversos fatores podem contribuir na definição da política de distribuição de dividendos das empresas – ex: a) decisões passadas sobre dividendos, b) ganhos, c) oportunidades de investimentos, d) lucratividade, e) fluxo de caixa livre, f) governança corporativa, g) tamanho

da empresa e h) estrutura da empresa. Entretanto, poucos estudos investigam a influência de EMs *versus* EDs na determinação do índice de *payout* das organizações (Bahreini *et al.*, 2018; Baker *et al.*, 2019; Dewasiri *et al.*, 2019).

Ahktar (2018a) identifica que multinacionais australianas, britânicas e malaias pagam significativamente menos dividendos do que empresas equivalentes que não possuem ativos e receita fora de seus países de origem - EDs. O mercado americano é sensível às mudanças na alíquota de tributação, causando impacto em outros países e, principalmente, no envio de remessa de dividendos a outros países. Assim, o efeito da multinacionalidade de uma empresa é considerado fator determinante para a política de distribuição de dividendos entre países (Kopits, 1972; Rangvid *et al.*, 2014).

Já o estudo de Bellak e Leibrecht (2010) demonstra que maiores alíquotas de tributação sobre dividendos nas EMs têm efeito negativo em sua repatriação. Para cada 1% de redução da alíquota de impostos cobrados sobre os dividendos das EDs, há um aumento de 3,75% nos dividendos repatriados por elas. Para Tahir *et al.* (2020), o efeito das flutuações na oferta de crédito e taxa de câmbio influenciam na política de distribuição de dividendos de EMs. Aquelas localizadas geograficamente nos Estados Unidos repatriam menos dividendos dos países que não possuem um sólido mercado de crédito. Além disso, elas gerem ativamente o risco cambial por meio da política de repatriação de dividendos.

Kim e Jeon (2015) encontram evidências empíricas de que as políticas de dividendos de subsidiárias multinacionais coreanas são determinadas para atender aos requisitos de remessa impostas por suas empresas controladoras. Tal fato evidencia a existência de diferenças entre as políticas de dividendos de EDs e de subsidiárias das EMs. Além disso, Harju e Kari (2017) verificam que, em decorrência de uma reforma tributária na Finlândia, há um aumento de 23% nos pagamentos de dividendos, além de aumento nos lucros estrangeiros repatriados às EMs finlandesas.

Por sua vez, Huang *et al.* (2015) identificam que a política de distribuição de dividendos entre EMs e EDs também pode ser afetada pelo risco político. EMs tendem a ter uma maior exposição ao risco estrangeiro, contribuindo para a variação do pagamento de dividendos das empresas. Obviamente, países com sistemas políticos mais estáveis - e que apresentem melhor proteção legal aos seus investidores - reduzem o nível de incerteza política. Tal fato viabiliza mais



estabilidade na política de distribuição de dividendos dessas organizações. Já Lai *et al.* (2020) verificam que a relação negativa entre liquidez do mercado de ações e dividendos é mais pronunciada nos países com instituições políticas mais sólidas.

Por fim, o estudo de Akhtar (2018b) indica que EMs pagam significativamente menos dividendos que EDs. Assim, tem-se que o grau de envolvimento estrangeiro é um importante determinante na distribuição de dividendos. EMs são menos propensas a serem pagadoras de dividendos, em relação às EDs, devido à desvantagem fiscal decorrente do risco de exposição às legislações tributárias de cada país. Diante do exposto, este estudo contribui para o enriquecimento da pesquisa sobre os efeitos que EMs e EDs causam na política de distribuição de dividendos das empresas.

### **2.3 Metodologia**

O objetivo deste artigo é fornecer uma análise bibliométrica e revisão sistemática dos artigos mais relevantes sobre a política de distribuição de dividendos de EMs e EDs, entre janeiro de 1972 e agosto de 2020. A análise bibliométrica refere-se ao estudo e à classificação do material bibliográfico de maneira quantitativa. Este método passa a ser mais utilizado na avaliação do estado da arte das disciplinas científicas, sobretudo em decorrência do desenvolvimento tecnológico. Inicialmente, ele é aplicado aos estudos de medicina. Porém, mais recentemente, ele vem sendo adotado nas pesquisas de gestão, economia e finanças (Merigo & Yang, 2017). Alexander e Mabry (1994) e Borokhovich *et al.* (1995) apresentam classificações sobre autores e instituições mais influentes em finanças. Já Kim *et al.* (2009) investigam a vantagem competitiva das principais instituições e apontam tendências para o futuro. Por sua vez, Borokhovich *et al.* (2000) e Currie e Pandher (2011) analisam a qualidade e influência de periódicos financeiros.

Já a revisão sistemática se origina nos anos noventa em temas de medicina, à semelhança da análise bibliométrica. Na sequência, os demais campos da ciência passam a adotá-la, incluindo estudos de finanças corporativas. Martinez *et al.* (2018) propõe a apresentação e organização da literatura sobre estrutura de capital, por meio de uma revisão sistemática. Eles utilizam a base de dados da Scopus, para analisar as teorias financeiras de estrutura de capital das pequenas e médias empresas. Kumar *et al.* (2019) realizam sua pesquisa, considerando ambos métodos - revisão sistemática e análise bibliométrica. A base de dados considerada é Web of Science (WoS).

Os autores também buscam lacunas do conhecimento da estrutura de capital das pequenas e médias empresas. Ainda no campo das finanças corporativas, Barboza *et al.* (2016) apresentam uma revisão sistemática sobre o tema de gestão de risco de crédito. Os autores classificam e codificam os principais estudos, por meio do critério de número de citações.

Segundo Tranfield *et al.* (2003), a revisão sistemática utiliza um algoritmo explícito para realizar pesquisas e avaliações críticas da literatura, empregando um procedimento transparente e reproduzível. Geralmente, o processo de revisão consiste em coleta, análise e síntese de dados, com o objetivo de identificar lacunas do conhecimento e apontar avenidas futuras para novos estudos sobre o tema de análise.

Diante do exposto, tem-se que as principais diferenças entre análise bibliométrica e revisão sistemática são que a primeira busca analisar os dados dos artigos de maneira quantitativa - gerando informações de número de citações, relevância das publicações, cooperação entre autores e etc. Já a segunda busca analisar os dados de maneira qualitativa, avaliando como as informações podem apontar para avenidas futuras de conhecimento.

Esse estudo é desenvolvido por meio das etapas apresentadas a seguir. As etapas 1 a 5 atendem a ambas metodologias de análise bibliométrica e de revisão sistemática. Entretanto, as etapas 6 e 7 referem-se exclusivamente à revisão sistemática.

Etapa 1 – Escolha da base de dados. Os artigos da amostra são obtidos a partir da WoS, sendo a base de dados de citações líder no mundo. Ela contém registros de artigos publicados em periódicos científicos de alto fator de impacto, estando atrelada ao Journal Citation Reports (JCR).

Etapa 2 - Uso de parâmetros de pesquisa. Dividendos e multinacionais são tópicos amplos e que abrangem diferentes áreas do conhecimento. Para limitar o escopo do estudo, é realizada uma pesquisa de palavras-chave conforme Tabela 1:

**Tabela 1 – Palavras-chave para obtenção da amostra inicial**

<b>Palavras-chave</b>	<b>Derivações e complementos</b>	<b>Quantidade de artigos</b>
“Dividend*”	AND “Multinat* Corporat*”	26
“Dividend*”	AND “Multinat* Enterpris*”	14
“Dividend*”	AND “Cross* Countr*”	40
“Dividend* Polic*”	AND “Multinat* Corporat*”	2
“Dividend* Polic*”	AND “Multinat* Enterpris*”	3
“Dividend* Polic*”	AND “Cross* Countr*”	8
“Payout*”	AND “Multinat* Corporat*”	2
“Payout*”	AND “Multinat* Enterpris*”	1
“Payout*”	AND “Cross* Countr*”	12
"Dividen* Determinant*"		9
<b>Amostra inicial</b>		<b>117</b>

A obtenção da amostra inicial de 117 artigos, mencionada na Tabela 1, também considera a aplicação de filtros-fonte da base WoS, sendo: a) idioma - inglês, b) tipo de material - artigos completos de periódicos, c) período – 1º de janeiro de 1972 a 12 de agosto de 2020 e d) áreas de concentração - finanças; negócios e gestão. Os artigos de maior impacto são identificados de acordo com o número de citações, conforme mencionado na Etapa 3.

Etapa 3 - Exclusão de artigos não relacionados. Primeiramente, realiza-se a exclusão de 27 artigos repetidos. Depois, realiza-se uma leitura inicial do resumo, introdução e conclusão dos artigos para verificar se eles estão de acordo com o tema definido – determinantes da política de dividendos das empresas. Assim, dos 90 artigos da amostra intermediária, 67 são excluídos em função dos seguintes motivos: a) variáveis dependentes distintas de “dividendos”, sendo que 4 se referem a “investimento estrangeiro”, 4 a “dívida” e 43 a outras variáveis diversas como “impostos”, “repatriação” e “alavancagem”, b) não obtenção de 4 artigos a partir das bases mencionadas na Etapa 4; c) 12 artigos conceituais que não envolvem modelos econométricos. Dessa forma, a amostra final é composta por 23 artigos.

Etapa 4 - Criação de banco de dados e coleta de artigos. Os 23 artigos da amostra final são obtidos por meio das seguintes bases de pesquisa acadêmica: Science Direct, Ebsco, ProQuest, JSTOR e Google Academic. A partir de sua análise, são coletadas as seguintes informações para a captura dos dados gerais do artigo: título, nome do autor, instituição afiliada e país de origem dos autores/pesquisadores, nome do periódico, volume e número da edição, página inicial e final, ano da publicação, país de origem dos dados e número de anos de dados da amostra, palavras-chave, Identificador Digital de Objetos (DOI), Journal of Economic Literature (JEL) e número de citações de artigos na base de dados WoS.

Etapa 5 – Análise bibliométrica. Por meio dos *softwares* RStudio (versão 1.2.1335), R (versão 3.6.1) e VOSViewer, são analisados dados objetivos dos artigos – países, autores, palavras-chave, instituições etc - para elaboração e análise de tabelas e mapas de relacionamento/cocitação.

As análises realizadas por ambas ferramentas são complementadas pela verificação das principais leis da bibliometria, sendo: a) Lei de Zipf (1949) – categorização e estimação da frequência das palavras-chave com o auxílio do *software* Rank Words para cálculo do ponto T de Goffman - ponto de transição de palavras de baixa para as de alta frequência, região que teoricamente concentra palavras com alta carga semântica, b) Lei de Bradford (1934) – verificação dos periódicos que produzem muitos artigos, em contra partida aqueles que produzem poucos sobre um determinado tema e c) Lei de Lotka (1926) – identificação dos pesquisadores que possuem maior frequência de produção em determinada área de conhecimento.

No caso das tabelas, são apresentadas informações sobre a métrica *total liaison strength* (TLS) – força de ligação total, número de citações e de artigos. Já a cocitação é definida como a frequência com que dois documentos são citados juntos por outros documentos. Quanto mais cocitações recebem dois documentos, maior sua TLS (Van Eck & Waltan, 2007). Para o cálculo do TLS é necessário a obtenção de: a) *citations to primary-author papers* (CF) - citações dos principais autores dos artigos, b) *total papers* (TP) - somatória dos artigos e c) *primary-author papers* (FP) – primeiro autor do artigo, conforme Equação 1.

$$CT = CF * TP/FP \quad (1)$$

Entre as análises possíveis de serem realizadas – por tabela e mapa - estão: a) influência e cocitações dos periódicos; b) influência e citações dos autores da amostra; c) influência e citações dos autores do banco de dados WoS; d) influência e citações dos artigos; e) palavras-chave dos autores; f) palavras-chave das referências; g) contribuição por países.

Etapa 6 - Leitura e codificação de papéis. Identificação dos objetivos, contribuições, variáveis (in) dependentes, método, amostra e resultados dos artigos. Além disso, eles são classificados e codificados em categorias e subcategorias estruturadas de acordo com a Tabela 2. Cada uma

das 12 categorias possui subcategorias não exclusivas. Isso significa que o mesmo artigo pode ser classificado em mais de uma subcategoria. Assim, a soma da contagem de frequências das subcategorias - para cada categoria – é que totaliza 100%. No processo de codificação, para cada categoria são atribuídas até 3 subcategorias por artigo.

**Tabela 2 – Matriz de (sub) categorização**

<b>Categorias</b>	<b>Subcategorias</b>	<b>Definição</b>
1. Tema principal/foco do estudo	A - Política de dividendos	Contém a informação de como ocorre a distribuição dos lucros aos acionistas.
	B - Multinacional	Quando a empresa possui ativos e receita fora do seu país de origem.
	C - Tributos	Taxa efetiva de imposto de renda da pessoa física sobre os dividendos recebidos pelos acionistas.
	D - Risco político	Países possuem diferentes decisões políticas que podem gerar risco aos investimentos – ex: intervenção do governo, excesso de protecionismo, legislação desfavorável aos estrangeiros etc.
	E - Reserva de caixa	Decorre da retenção ou não distribuição dos lucros na forma de dividendos, para investimento em projetos futuros.
	F - Outros	Demais temas não relacionados às subcategorias 1A, 1B, 1C, 1D e 1E.
2. Teorias relacionadas às hipóteses	A - Teoria da irrelevância dos dividendos	A política de distribuição de dividendos não influencia o valor de mercado das empresas.
	B - Teoria da sinalização	Sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos.
	C - Teoria do passáro na mão	Investidores preferem receber dividendos no presente, ao invés de obter ganho de capital com a valorização das ações no futuro.
	D – Teoria de <i>pecking-order</i> (POT)	Afirma que existe uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, a saber: a) recursos internos, b) contratação de dívida e c) emissão de ações.
	E - Teoria da agência	Empresas formam um conjunto de contratos com o objetivo de maximizar a riqueza do acionista. O custo de agência decorre da mitigação do conflito de interesses entre administradores e acionistas.
	F - Teoria do fluxo de caixa livre	Empresas que possuem fluxo de caixa livre podem optar pela retenção desses recursos ou por sua distribuição na forma de dividendos.
	G - Teoria dos tributos	Em alguns países, há a tributação dos dividendos recebidos pelos acionistas. Tal fato pode influenciar a decisão de sua distribuição pelas empresas.
	H - Teoria do ciclo de vida dos dividendos	À medida que a empresa amadurece, sua capacidade de gerar caixa ultrapassa a de encontrar oportunidades de investimento lucrativas. Assim, eventualmente, a estratégia ideal é que a empresa distribua seu fluxo de caixa livre aos acionistas por meio de dividendos.

Tabela 2 – Matriz de (sub) categorização (continuação)

<b>Categorias</b>	<b>Subcategorias</b>	<b>Definição</b>
1. Teorias relacionadas às hipóteses	I - Teoria do <i>catering</i>	A decisão de distribuir dividendos pela empresa pode ser motivada pela preferência dos investidores na aquisição de ações com elevados índices de <i>payout</i> .
	J - Teoria agência de resultado e de substituição	Os dividendos são considerados como resultado de uma proteção legal efetiva às empresas.
2. Método utilizado	A - Teórico ou conceitual	Não utiliza cálculos como evidência empírica, utiliza apenas conhecimento teórico.
	B - Estudo de casos	Estudo de casos analisa dados de apenas uma empresa específica
	C - Quantitativo com dados em corte transversal	Dados transversais analisa os dados da empresa, considerando um determinado período.
	D - Quantitativo com dados de séries temporais	Dados de séries temporais analisa os dados da empresa, considerando diferentes instantes do tempom ou seja, diariamente.
	E - Quantitativo com dados em painel	A regressão com dados em painel analisa diversos dados das empresas, considerando dois ou mais períodos.
	F - Qualitativo - análise empírica	Estudos utilizando dados de fontes primárias – ex: entrevistas e pesquisa em campo.
	G - Simulação com métodos computacionais	Modelos desenvolvidos por meio de programas de computador.
	H - Aplicação de questionários	Dados obtidos de respostas de questionários.
	I - Outros	Demais métodos não relacionados às subcategorias 3A, 3B, 3C, 3D, 3E, 3F, 3G e 3H.
4. Variáveis dependentes	A - Dividendos	Distribuição ou não de dividendos aos acionistas no exercício – variável <i>dummy</i>
	B - Índice de <i>payout</i>	Razão entre dividendos pagos e lucro líquido no exercício – variável contínua
	C - Dividendos passados	Dividendos pagos em exercícios anteriores
	D - Propensão de pagamentos de dividendos	Probabilidade de distribuição de dividendos no futuro
	E - Outros	Demais variáveis não relacionadas às subcategorias 4A, 4B, 4C e 4D.
5. Variáveis independentes	A – Empresas multinacionais	Empresas que possuem ativos e/ou receita de vendas fora do país de origem.
	B – Empresas domésticas	Empresas que possuem operações somente no país de origem.
	C – Ganhos retidos	Lucros acumulados pelas empresas que não são distribuídos aos acionistas e podem ser utilizados para projetos futuros.
	D – Riscos políticos	Riscos associados às políticas econômicas definidas e que podem afetar investimentos em outros países.
	E - Outros	Demais variáveis não relacionadas às subcategorias 5A, 5B, 5C e 5D.
6. Tipos de dados analisados	A - Demonstrações financeiras	Relatórios contábeis financeiros, que representam o patrimônio e resultados das empresas no final dos exercícios.
	B - Mercado	Dados públicos das empresas disponibilizados pelo mercado - ex: preço da ação
	C - Macroeconômicos	Dados das economias/mercados em que as empresas operam – ex: inflação, produto interno bruto etc
	D - Reguladores	Dados gerais divulgados por agências governamentais, bancos centrais, entre outros órgãos reguladores.
	E - Instituições financeiras	Dados financeiros elaborados pelas próprias instituições financeiras – ex: informações do mercado imobiliário, saldo de poupança, volume de concessão e taxas de juros de crédito etc

Tabela 2 – Matriz de (sub) categorização (continuação)

<b>Categorias</b>	<b>Subcategorias</b>	<b>Definição</b>
6. Tipos de dados analisados	F - Outros	Demais dados não relacionados às subcategorias 6A, 6B, 6C, 6D e 6E.
7. Origem dos dados	A - Global	Dados de empresas que abrangem dois ou mais países.
	B - Estados Unidos e Canadá	Dados de empresas que operam nos Estados Unidos e Canadá.
	C - Europa	Dados de empresas que operam na Europa.
	D - Ásia/Oceania	Dados de empresas que operam na Ásia e Oceania.
	E - América Latina	Dados de empresas que operam na América Latina.
	F - África	Dados de empresas que operam na África.
8. Contexto econômico	G - Outros/não mencionado	Dados de empresas que operam em países não mencionados nas subcategorias 7B, 7C, 7D, 7E e 7F.
	A - País desenvolvido	País com renda <i>per capita</i> anual a partir de US\$ 12.376 (World Bank, 2019).
	B - País não desenvolvido/emergente	País com renda <i>per capita</i> anual: Baixa - menos de US\$ 1.025; Média baixa - entre US\$ 1.026 e US\$ 3.995; e Média alta - entre US\$ 3.996 e US\$ 12.375 (World Bank, 2019).
9. Período de análise	C - Ambos	Inclui todos os países, desenvolvidos e não desenvolvidos.
	A - Até 3 anos	Amostra com mais de 0 e menos de 3 anos.
	B - De 3 a 5 anos	Amostra com mais de 3 e menos de 5 anos.
	C - De 6 a 10 anos	Amostra com mais de 6 e menos de 10 anos.
	D - Mais de 10 anos	Amostra com mais de 10 anos.
10. Resultados	E - Não se aplica	Estudos que não apresentam período de análise.
	A - Novas perspectivas	Estudos que ampliam a fronteira do conhecimento, mediante a apresentação de uma nova teoria, variável/proxy, método ou modelo matemático.
	B - Conclusões semelhantes a trabalhos anteriormente apresentados	Estudos que não apresentam novas perspectivas.
	C - Novas conclusões	Estudos que trazem novas conclusões sobre temas já discutidos anteriormente.
11. Conclusão sobre as hipóteses	D - Outros	Demais resultados não relacionados às subcategorias 10A, 10B e 10C.
	A – Confirmação da hipótese principal	Estudo confirma a hipótese principal proposta pelo autor
	B – Não confirmação da hipótese principal	Estudo não confirma a hipótese principal proposta pelo autor
	C – Resultado não conclusivo em relação à hipótese principal	Estudo apresenta resultado não conclusivo sobre a hipótese principal proposta pelo autor
12. Avenidas para estudos futuros	D - Não se aplica	Demais conclusões não relacionadas às subcategorias 11A, 11B e 11C.
	A - Recompra de ações	A empresa opta em recomprar ações do mercado com o fluxo de caixa livre, ao invés de distribuir dividendos.
	B – Influência da cultura do país em sua economia	A cultura de cada país define como a empresa toma decisões sobre sua política de distribuição de dividendos.
	C - Repatriação de lucros e dividendos	Lucros e dividendos obtidos em outros países são repatriados ao país matriz
	D - Fusões e aquisições	Processo de reorganização societária podem gerar conflitos entre administradores da controladora e da controlada, afetando a política de distribuição dos dividendos.
	E - Abordagem da triangulação	São utilizados três períodos diferentes de dados para analisar os determinantes da política de distribuição de dividendos.

Etapa 7 – Revisão sistemática. Após a codificação da matriz de (sub) categorização da Tabela 2 - para amostra final - é realizada uma contagem de frequência das subcategorias de forma a possibilitar a identificação de lacunas de conhecimento. Referidas lacunas são então comparadas com as subcategorias da categoria 12 - abertas para estudos futuros, a fim de obter aspectos passíveis de novos estudos sobre o tema. Na Figura 21, as subcategorias individuais ou suas combinações – por categoria – indicam as maiores e menores frequências de interesse sobre os temas apresentados. Nesse caso, o total de artigos da amostra final é que totaliza 100%.

## **2.4 Resultados**

Os resultados apresentados a seguir referem-se à análise bibliométrica – vide etapas 1 a 5 da metodologia - e revisão sistemática - vide etapas 6 a 7 da metodologia. Ambas verificações são realizadas para a amostra final de 23 artigos.

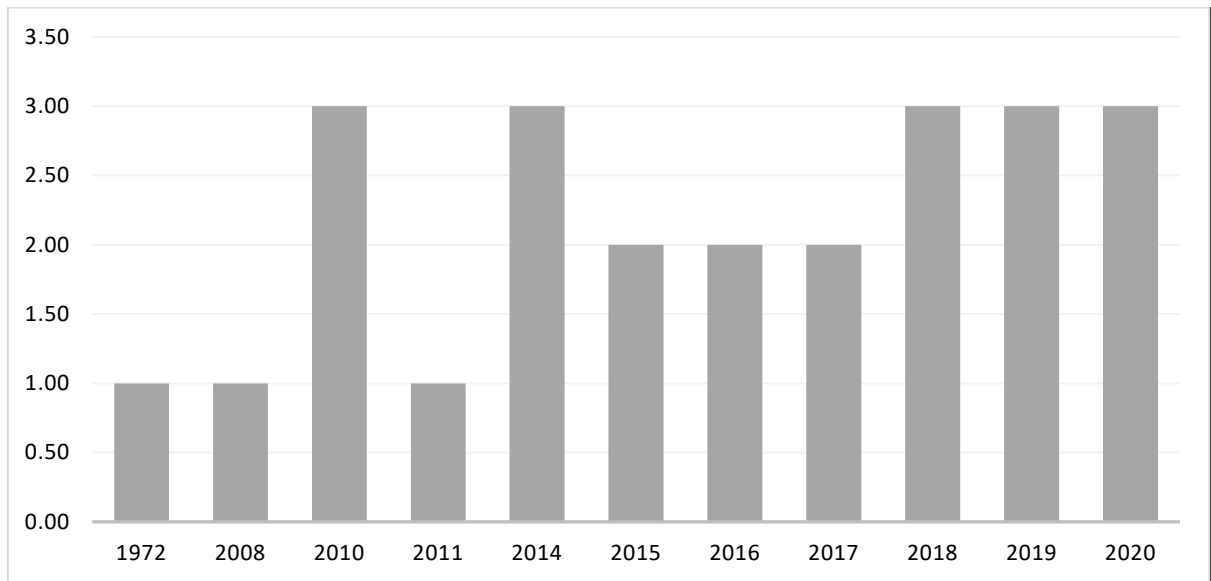
## **2.5 Análise bibliométrica**

A amostra final é constituída por 23 artigos analisados e classificados como *article* - artigos publicados em periódicos. Estes possuem conclusões inéditas, em decorrência de um fato novo descoberto por seus autores. Suas principais características são apresentadas a seguir.

Conforme mencionado, o período da pesquisa é de 1º de janeiro de 1972 a 12 de agosto de 2020. A Figura 1 indica que não há pesquisas sobre os temas de dividendos e multinacionais no intervalo entre 1973 e 2007. Os temas de política de dividendos e EMs passam a ser mais publicados a partir de 2010, havendo uma média anual de 3 publicações entre os anos 2010 e 2020.



**Figura 1 – Frequência cronológica da publicação dos artigos**



A Tabela 3 apresenta as 99 palavras-chave – e conceitos a elas associados - mencionadas nos 23 artigos da amostra final, agrupadas em seis categorias. O critério para definição das categorias refere-se à sinergia ou gravitação dessas palavras em torno dos principais temas dos artigos. Obviamente, referidos temas estão relacionados às palavras-chave utilizadas como parâmetros para identificação da amostra inicial, citadas na Tabela 1 deste estudo.

A categoria de política de distribuição de dividendos corresponde à variável dependente dos modelos de regressão apresentados na amostra, concentrando 25,25% das palavras-chave. Por sua vez, a categoria de empresas multinacionais – que é o principal objeto de interesse deste estudo – apresenta apenas 7,07% das palavras-chave. Tal fato pode estar relacionado à identificação desta característica na categoria de amostra de empresas, representando 14,14% das palavras-chave dos artigos. Ambas totalizam 21,21% das palavras-chave.

Quanto à categoria de outros determinantes da política de distribuição de dividendos, ela concentra a maioria das palavras-chave, totalizando 35,35%. Tais fatos sugerem que a análise do determinante de empresas multinacionais é uma lacuna a ser preenchida por novas pesquisas. 12,12% das palavras-chave referem-se à categoria de teorias sobre política de distribuição de dividendos. Por fim, 6,06% das palavras-chave aludem às abordagens metodológicas que testam as hipóteses e, em última instância, às teorias de distribuição de dividendos que as suportam.

**Tabela 3 – Grupos de categorização das palavras-chave**

<b>Categorias</b>	<b>Palavras-chave</b>	<b>Descrição</b>	<b>Quantidade</b>
Política de distribuição de dividendos	<i>Dividend smoothing</i>	Política de constância na distribuição de dividendos, mesmo em situações de ganhos baixos ou resultados negativos	1
	<i>Dividend repatriation policy</i>	Política que consiste em trazer os dividendos, obtidos por determinada filial, para o país em que se encontra a matriz da empresa	1
	<i>Corporate dividend policy</i>	Política corporativa de distribuição de dividendos	1
	<i>Payout policy</i>		1
	<i>Diverse dividend policy</i>		1
	<i>Dividend policy</i>		13
	<i>Dividend</i>		1
	<i>Dividend determinants</i>		1
	<i>Dividend payout</i>		2
	<i>Dividends</i>	1	
	<i>Dividend yield</i>	Retorno dos dividendos em relação ao preço das ações	1
<i>Propensity to pay dividends</i>	Propensão das empresas em pagar dividendos no futuro	1	
<b>Subtotal (25,25%)</b>			<b>25</b>
Empresas multinacionais	<i>Multinational corporations</i>	Empresas multinacionais são aquelas que possuem ativos fora do seu país de origem e/ou receita externa	2
	<i>Multinational enterprise(s)</i>		2
	<i>Multinational firms</i>		1
	<i>Multinational</i>		2
<b>Subtotal (7,07%)</b>			<b>7</b>
Outros determinantes da política de distribuição de dividendos	<i>Taxation</i>	Impostos compulsórios que o governo arrecada sobre o rendimento das empresas por meio de alíquotas	1
	<i>Tax(es)</i>		2
	<i>Taxable income</i>		1
	<i>International M&amp;A laws</i>	Conjunto de leis que tratam das questões da combinação de empresas ou de ativos que ocorrem em empresas de diferentes países	1
	<i>Board composition</i>	Refere-se ao conselho de administração e diretoria executiva de uma empresa que envolve uma diversidade de características relacionadas à competências, qualificações, independência e tempo de experiência na função	1
	<i>Board independence</i>	Os membros independentes do conselho de administração são pessoas que não exercem funções executivas na empresa	1

Tabela 3 – Grupos de categorização das palavras-chave (continuação)

<b>Categorias</b>	<b>Palavras-chave</b>	<b>Descrição</b>	<b>Quantidade</b>
Outros determinantes da política de distribuição de dividendos	<i>Ownership structure</i>	A estrutura de propriedade das empresas se difere quanto ao nível de concentração acionária	1
	<i>Principal-principal conflicts</i>	Num processo de combinação de negócios, proprietários dominantes têm interesses conflitantes com os proprietários minoritários	1
	<i>Insider trading laws</i>	Variável que mede o grau de restrição da lei sobre informações privilegiadas em um determinado país	1
	<i>Firm behavior</i>	Resposta comportamental das empresas multinacionais referente aos tributos cobrados localmente	1
	<i>Institutional settings</i>	Configurações definidas pelas instituições que mitigam ou amplificam os efeitos do risco político na distribuição de dividendos	1
	<i>National culture</i>	A cultura deve ser analisada como uma estrutura multidimensional complexa - que contém diversas dimensões - e não como uma variável categórica simples. Assim, as diferenças de culturas locais consideradas nessas dimensões podem explicar padrões de comportamento, normas e atitudes das sociedades	1
	<i>Cultural finance</i>	Tema recente na economia comportamental que estuda o impacto das diferenças culturais nas decisões financeiras individuais e nos mercados financeiros	1
	<i>Cash holding policy</i>	A empresa decide adotar uma política de retenção de caixa, buscando agregar valor de mercado ao invés de distribuir dividendos aos acionistas	1
	<i>Chairman entrenchment</i>	O entrenchamento do presidente da empresa visa sua autopreservação no cargo, em detrimento à distribuição de dividendos aos acionistas	1
	<i>Exchange rate fluctuations</i>	Uma alta demanda por uma moeda ou uma escassez em seu suprimento causa um aumento no seu preço	1
	<i>Credit supply</i>	A oferta de crédito em um país, geralmente, é utilizada como um instrumento de política monetária	1
	<i>Political risk</i>	Riscos associados às decisões ou condições políticas de um determinado país que podem afetar o valor de mercado de uma empresa	1
	<i>International risks</i>		1
	<i>Idiosyncratic volatility</i>	Volatilidade dos índices de <i>payout</i>	1
	<i>Market for corporate control</i>	As empresas com má gestão e baixa capitalização são alvos naturais de um processo de combinação de negócios	1
	<i>Accounting disclosure</i>	A transparência na divulgação de relatórios contábeis refere-se à liberação oportuna de todas as informações sobre uma empresa que possam influenciar as decisões dos investidores	1
<i>Investment opportunities</i>	Refere-se às opções atuais de investimento das empresas que podem gerar resultados futuros	1	

Tabela 3 – Grupos de categorização das palavras-chave (continuação)

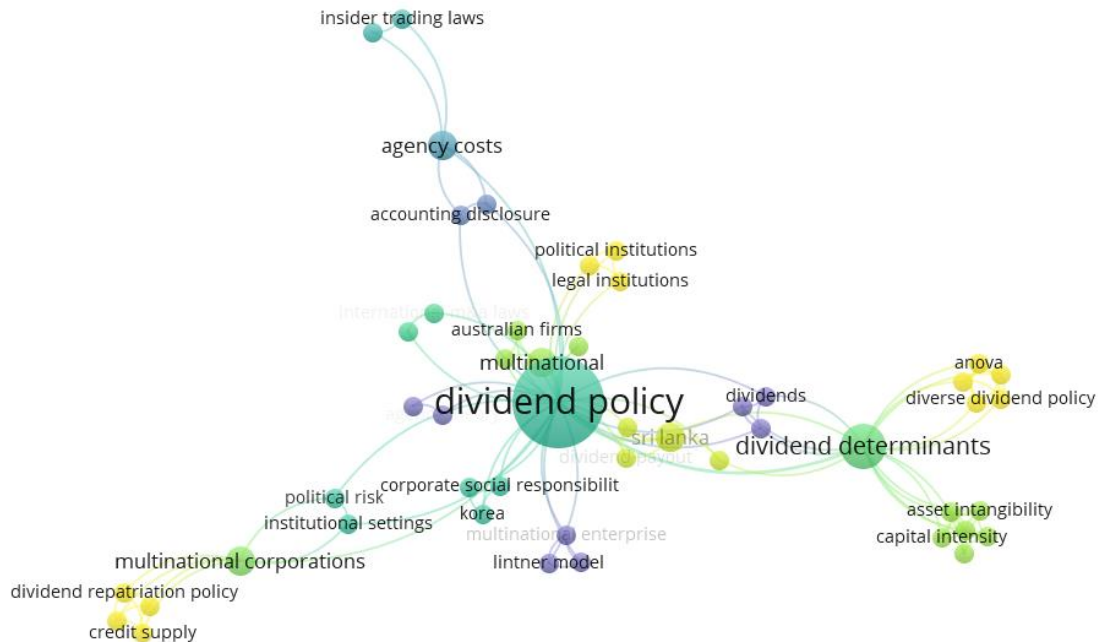
<b>Categorias</b>	<b>Palavras-chave</b>	<b>Descrição</b>	<b>Quantidade</b>
Outros determinantes da política de distribuição de dividendos	<i>Predictability</i>	A previsibilidade de pagamentos de dividendos futuros está diretamente associada ao crescimento da empresa	1
	<i>Political institutions</i>	Organizações que criam, fazem cumprir e aplicam leis, bem como implementação políticas governamentais	1
	<i>Legal institutions</i>	Instituições que coordenam ações do sistema judiciário, tendo como base fundamentos legais	1
	<i>Stock market liquidity</i>	Capacidade de transformar ações em dinheiro, rapidamente, a um preço justo, definido pelo mercado	1
	<i>Investment attractiveness</i>	Ativos que geram retorno aos investidores	1
	<i>Capital intensity</i>	A intensidade de capital está relacionada aos seus investimentos em ativos imobilizados	1
	<i>Asset intangibility</i>	São ativos incorpóreos representados por bens e direitos associados a uma empresa	1
	<i>Firm size</i>	Porte da empresa, sendo mensurado por diversas <i>proxies</i> – ex: total de ativos, valor de mercado do patrimônio líquido, receita total de vendas etc	1
	<i>Dividend determinants</i>	Conjunto de fatores internos e externos que podem afetar a política de distribuição de dividendos das empresas	3
<b>Subtotal (35,35%)</b>			<b>35</b>
Teorias sobre política de distribuição de dividendos	<i>Lifecycle theory</i>	Teoria do ciclo de vida dos projetos adaptada aos dividendos	1
	<i>Ambiguity aversion</i>	Trata-se de uma preferência por riscos conhecidos sobre aqueles desconhecidos	1
	<i>Corporate social responsibility</i>	Refere-se às práticas das empresas que contribuem de maneira voluntária para seu desenvolvimento sustentável	1
	<i>Loss aversion</i>	Refere-se à tendência de as pessoas preferirem evitar perdas a adquirir ganhos equivalentes	1
	<i>Time discounting</i>	Afirma que alguns indivíduos preferem que suas necessidades sejam satisfeitas no intervalo de tempo mais curto possível	1
	<i>Behavioral decision theory</i>	Teoria adaptada do comportamento da tomada de decisão	2
	<i>Agency theory</i>	Busca explicar os diversos tipos de conflitos de interesses entre principais e agentes, credores e principais etc	1
	<i>Information asymmetry</i>	Há uma diferença no nível informacional entre acionistas e gestores	1
	<i>Agency costs</i>	Analisa os custos decorrentes das ferramentas de mitigação de conflitos entre principais e agentes	2
	<i>Corporate finance</i>	Teorias tradicionais de finanças baseadas na racionalidade das decisões tomadas pelos investidores	1
<b>Subtotal (12,12%)</b>			<b>12</b>

Tabela 3 – Grupos de categorização das palavras-chave (continuação)

<b>Categorias</b>	<b>Palavras-chave</b>	<b>Descrição</b>	<b>Quantidade</b>
Abordagem metodológica	<i>ANOVA</i>	A análise de variância testa a hipótese de que as médias de duas ou mais populações são iguais	1
	<i>Generalised method of moments</i>	Técnica econométrica genérica de estimação de parâmetros de uma equação de regressão, sendo aplicada quando existe suspeita de endogeneidade entre as variáveis explicativas da amostra	1
	<i>Heckman's two-step analysis</i>	Heckman afirma que existe um viés no uso de amostras não aleatórias para estimar as relações comportamentais. Ele sugere um método de estimativa em duas etapas para corrigir esse viés	1
	<i>Triangulation approach</i>	Abordagem que utiliza diversas fontes de dados ou diferentes abordagens para analisar dados secundários de uma pesquisa	1
	<i>Lintner model</i>	Modelo teórico para determinar a política ideal de distribuição de dividendos. Parte de um índice de <i>payout</i> alvo e o tempo que leva para que seu aumento torne-se estável	1
	<i>TOPSIS method</i>	Baseia-se no conceito de que a alternativa escolhida deve ter a menor distância geométrica da solução ideal positiva (PIS) e a maior distância geométrica da solução ideal negativa (NIS)	1
<b>Subtotal (6,06%)</b>			<b>6</b>
Amostra de empresas	<i>Hospitality</i>	Hospedagem e turismo	1
	<i>Lodging firms</i>	Hospedagem	1
	<i>Merger &amp; acquisition</i>	Que realizam fusões ou aquisições	1
	<i>REIT</i>	Investimentos imobiliário	1
	<i>Travel and leisure</i>	Viagens e lazer	1
	<i>ASEAN</i>	Asiáticas	1
	<i>Australian firms</i>	Australianas	1
	<i>Korea</i>	Sul coreanas	1
	<i>International stock markets</i>	Que possuem ações em bolsas internacionais	1
	<i>Cross-country</i>	Diversos países	1
	<i>Cross-country analysis</i>		1
	<i>Sri Lanka</i>	Srilankesas	2
	<i>Warsaw Stock Exchange</i>	Polonesas	1
<b>Subtotal (14,14%)</b>			<b>14</b>
<b>Total (100,00%)</b>			<b>99</b>

Por sua vez, a Figura 2 apresenta um mapa de coocorrência de palavras-chaves mais citadas nos 23 artigos da amostra final, obtido por meio do *software* VOSviewer. As palavras com maior frequência referem-se à *dividend policy* (12) e *dividend determinants* (3). As demais palavras-chave ocorrem 1 ou 2 vezes.

**Figura 2 – Mapa de coocorrência das palavras-chave**



Fonte: Software VOSviewer

Nota: O tamanho dos nós se refere à quantidade de vezes que a palavra-chave se repete nos artigos. Já a cor dos nós corresponde ao número de citações e às ocorrências das palavras-chave nas publicações.

Na sequência, calcula-se o índice “m” (Banks, 2006) a partir das palavras-chave apresentadas da Tabela 3. Referido índice é calculado por meio da divisão do índice “h-b” pelo período de anos que se deseja obter informações – vide Equação 1. Para Banks (2006), o índice h-b é uma extensão do índice “h”, proposto por Hirsch (2010) para analisar a produção científica de um pesquisador. O índice “h-b” é obtido por meio do número de citações de um tópico ou combinação em determinado período, listados em ordem decrescente de citações.

$$\text{Índice “m”} = \text{Índice “h-b”} / t \quad (2)$$

Em que:

Índice “h-b” = Índice “h” fornecido pela WoS por tópico

t = Último menos primeiro ano da publicação do tópico

Os critérios para a análise do índice “m” são: a)  $0 < m \leq 0,5$  – restringe-se a uma área específica de conhecimento, envolvendo uma pequena comunidade de pesquisadores, b)  $0,5 < m \leq 2$  - pode se tornar um *hot topic* devido ao seu interesse por uma grande comunidade de pesquisadores ou por apresentar características significantes, c)  $m \geq 2$  – é um *hot topic* por ser

interessante não apenas à sua própria área de conhecimento, mas também por ter aplicação ou características únicas, tendo importância a uma grande comunidade de pesquisadores.

De acordo com o critério mencionado, para as categorias principais política de distribuição de dividendos e empresas multinacionais, as palavras-chave que representam *hot topics* ( $m \geq 2$ ) são *dividend* e *multinational corporations/enterprises*. Quanto à categoria de outros determinantes da política de distribuição de dividendos, destacam-se *ownership structure*, *firm size*, *board composition*, *board independence* e *national culture*. As teorias que mais suportam as hipóteses relacionadas a esses determinantes são *loss aversion*, *agency theory*, *information asymmetry* e *agency costs*. Não há identificação de *hot topics* para as categorias abordagem metodológica e amostra de empresas, cujo o índice “m” apresenta valores inferiores a 2.

**Tabela 4 – Hot topics**

<b>Categorias</b>	<b>Nº</b>	<b>Palavras-chave ou tópicos</b>	<b>Número de artigos</b>	<b>Número de citações</b>	<b>Índice “h”</b>	<b>Índice “m”</b>
Política de distribuição de dividendos	1º	<i>Dividend</i>	6.793	134.501	156	2,44
	2º	<i>Dividends</i>	4.834	99.420	138	1,89
	3º	<i>Dividend yield</i>	402	10.835	49	1,17
	4º	<i>Payout policy</i>	446	10.614	51	0,98
	5º	<i>Dividend policy</i>	1.088	17.743	57	0,90
	6º	<i>Dividend payout</i>	436	5.664	33	0,83
	7º	<i>Propensity to pay dividends</i>	28	1.204	13	0,81
	8º	<i>Dividend smoothing</i>	52	1.015	16	0,50
	9º	<i>Corporate dividend policy</i>	70	639	14	0,25
	10º	<i>Dividend repatriation policy</i>	2	27	1	0,13
	11º	<i>Diverse dividend policy</i>	2	0	0	0
Empresas multinacionais	1º	<i>Multinational</i>	29.091	*	*	*
	2º	<i>Multinational corporations</i>	4.894	123.905	154	2,91
	3º	<i>Multinational enterprises</i>	2.958	68.946	120	2,35
	4º	<i>Multinational enterprise</i>	1.495	43.320	105	1,98
	5º	<i>Multinational firms</i>	1.817	53.037	109	1,95
Outros determinantes da política de distribuição de dividendos	1º	<i>Taxation</i>	23.429	*	*	*
	2º	<i>Taxes</i>	23.848	*	*	*
	3º	<i>Tax</i>	72.388	*	*	*
	4º	<i>Predictability</i>	36.857	*	*	*
	5º	<i>Ownership structure</i>	5.063	170.719	181	4,11
	6º	<i>Firm size</i>	5.468	167.337	176	2,75
	7º	<i>Board composition</i>	1.483	61.046	125	2,55
	8º	<i>Board independence</i>	831	22.160	72	2,40

Tabela 4 – Hot topics (continuação)

<b>Categorias</b>	<b>Nº</b>	<b>Palavras-chave ou tópicos</b>	<b>Número de artigos</b>	<b>Número de citações</b>	<b>Índice “h”</b>	<b>Índice “m”</b>
Outros determinantes da política de distribuição de dividendos	9º	<i>National culture</i>	5.024	95.787	135	2,11
	10º	<i>Political institutions</i>	4.722	89.476	135	2,11
	11º	<i>Institutional settings</i>	2.218	52.936	94	1,74
	12º	<i>Idiosyncratic volatility</i>	398	8.566	40	1,67
	13º	<i>Investment opportunities</i>	1.749	43.208	94	1,47
	14º	<i>Political risk</i>	1.065	17.872	62	1,13
	15º	<i>Principal-principal conflicts</i>	46	1.618	13	1,08
	16º	<i>Legal institutions</i>	1.114	19.746	65	1,05
	17º	<i>Firm behavior</i>	581	15.931	60	0,98
	18º	<i>Market for corporate control</i>	293	17.354	53	0,96
	19º	<i>Credit supply</i>	464	7.408	43	0,84
	20º	<i>Capital intensity</i>	783	14.279	52	0,81
	21º	<i>Taxable Income</i>	660	11.200	51	0,80
	22º	<i>Exchange rate fluctuations</i>	454	4.624	33	0,79
	23º	<i>Stock market liquidity</i>	182	4.157	23	0,74
	24º	<i>International M&amp;A laws</i>	3	35	2	0,50
	25º	<i>Cash holding policy</i>	11	132	4	0,50
	26º	<i>Insider trading laws</i>	59	1.400	16	0,44
	27º	<i>Investment attractiveness</i>	498	1.230	16	0,42
	28º	<i>Accounting disclosure</i>	111	1.667	22	0,40
29º	<i>Asset intangibility</i>	7	116	3	0,33	
30º	<i>Cultural finance</i>	6	20	2	0,25	
31º	<i>Dividend determinants</i>	7	64	3	0,25	
32º	<i>International risks</i>	22	408	4	0,13	
33º	<i>Chairman entrenchment</i>	1	0	0	0,00	
Teorias sobre política de distribuição de dividendos	1º	<i>Corporate social responsibility</i>	16.228	*	*	*
	2º	<i>Loss aversion</i>	2.867	82.964	113	3,90
	3º	<i>Agency theory</i>	3.614	120.188	157	3,74
	4º	<i>Information Asymmetry</i>	5.068	82.870	121	3,03
	5º	<i>Agency costs</i>	5.062	193.387	182	2,98
	6º	<i>Ambiguity aversion</i>	720	12.911	54	1,86
	7º	<i>Corporate finance</i>	1.746	44.923	88	1,40
	8º	<i>Time discounting</i>	353	13.377	52	1,00
	9º	<i>Behavioral decision theory</i>	231	10.367	48	0,81
	10º	<i>Lifecycle theory</i>	37	330	9	0,38
Abordagem metodológica	1º	<i>ANOVA</i>	88.752	*	*	*
	2º	<i>TOPSIS method</i>	2.258	33.915	79	3,29
	3º	<i>Triangulation approach</i>	268	3.343	30	1,07



**Tabela 4 – Hot topics (continuação)**

<b>Categorias</b>	<b>Nº</b>	<b>Palavras-chave ou tópicos</b>	<b>Número de artigos</b>	<b>Número de citações</b>	<b>Índice “h”</b>	<b>Índice “m”</b>
Abordagem metodológica	4º	<i>Generalised method of moments</i>	329	3.267	29	1,04
	5º	<i>Heckman’s two-step analysis</i>	4	37	3	0,60
	6º	<i>Lintner model</i>	21	176	8	0,22
Amostra de empresas	1º	<i>Hospitality</i>	10.043	*	*	*
	2º	<i>Korea</i>	107.027	*	*	*
	3º	<i>Cross-country</i>	11.074	*	*	*
	4º	<i>Sri Lanka</i>	15.794	*	*	*
	5º	<i>International stock markets</i>	348	8.303	41	1,37
	6º	<i>Cross-country analysis</i>	898	20.641	61	1,22
	7º	<i>ASEAN</i>	4.259	20.705	53	1,06
	8º	<i>Australian firms</i>	252	6.072	37	0,82
	9º	<i>REIT</i>	752	6.581	39	0,63
	10º	<i>Warsaw Stock Exchange</i>	310	1.230	16	0,62
	11º	<i>Lodging firms</i>	33	260	10	0,43
	12º	<i>Merger &amp; acquisition</i>	140	1.283	16	0,41
	13º	<i>Travel and leisure</i>	79	1.580	17	0,39

Nota (\*): A base da WoS não realiza o cálculo do índice “h” sempre que a palavra-chave é citada em mais de 10.000 artigos. Tal fato inviabiliza o cálculo do índice “m”.

A Lei de Zipf (1949) permite estimar as frequências de ocorrência das palavras em textos científicos e delimitar a região de concentração de termos de indexação. Um pequeno grupo de palavras pode ocorrer muitas vezes, enquanto um grande número de palavras pode possuir baixa frequência (Guedes, 2012). A primeira lei de Zipf afirma que o produto da ordem de série (r) de uma palavra pela sua frequência de ocorrência (f) é aproximadamente constante (C), resultando na Equação 3:

$$r \times f = C \quad (3)$$

Para Fairthone (1969), a lei de Zipf é a lei do menor esforço, sendo elegante por sua simplicidade. Contudo, ela se aplica somente às palavras com alta frequência de ocorrência num texto. Para palavras com baixa frequência, Zipf propôs uma segunda lei, sendo revisada e modificada por Booth (1967). Segundo o autor, em um determinado texto, várias palavras com baixa frequência de ocorrência têm a mesma assiduidade – vide Equação 4:

$$I_n = 2I_1 / n(n+1) \quad (4)$$

Em que:

$I_1$  = número de palavras que têm frequência 1

$I_n$  = número de palavras que têm frequência n

n = ponto de Goffman ou local de transição das palavras de baixa para as de alta frequência

As leis de Zipf definem as extremidades de uma lista de distribuição de palavras. Entre esses pontos extremos, há uma região de transição das palavras de alta para as de baixa frequência. Segundo Goffman (1971), nessa região estão as palavras de maior conteúdo semântico, sendo as mais adequadas para a indexação temática de um dado texto. Pao (1978) apresenta a fórmula do ponto T ou de transição de Goffman – vide Equação 5.

$$T = (-1 + \sqrt{1 + 8I_1}) / 2 \quad (5)$$

Em que:

T = ponto de transição de Goffman

$I_1$  = número de palavras que têm frequência 1

Após analisar os artigos da amostra final, o *software* Rank Words fornece uma lista das palavras por ordem decrescente de frequência. Na sequência, são identificadas aquelas que se repetem apenas uma única vez para cálculo do ponto T de Goffman. Depois, são localizadas aquelas palavras acima da classificação indicada por esse ponto. A Tabela 5 mostra que para os 23 artigos, esse ponto varia entre 20,29 (Brockman *et al.*, 2014) e 49,30 (Breuer *et al.*, 2014), sendo que sua média é de 40,17.

**Tabela 5 – T de Goffman**

Nº	Autor	T de Goffman
1º	Breuer <i>et al.</i> , 2014	49,30
2º	Bellak e Leibrecht, 2010	48,39
3º	Breuer <i>et al.</i> , 2017	48,12
4º	Huang <i>et al.</i> 2015	47,52
5º	Shao <i>et al.</i> , 2010	46,68
6º	Lai <i>et al.</i> , 2020	46,06
7º	Kim e Jeon, 2015	45,58
8º	Glendening <i>et al.</i> 2016	45,10
9º	Harju e Kari, 2017	45,00
10º	Kopits, 1972	44,42
11º	Dewasiri <i>et al.</i> , 2019	42,60
12º	Akhtar, 2018b	42,04
13º	Baker <i>et al.</i> , 2019	41,26
14º	Tahir_ <i>et al.</i> , 2020	38,94
15º	Akhtar, 2018a	38,89

**Tabela 5 – T de Goffman (continuação)**

Nº	Autor	T de Goffman
16º	Rangvid <i>et al.</i> , 2014	38,69
17º	Bahreini <i>et al.</i> , 2018	38,59
18º	Pieloch-Babiarz, 2019	37,79
19º	Hardin III e Hill, 2008	36,54
20º	Pieloch-Babiarz, 2020	31,31
21º	Kim e Jang, 2010	21,77
22º	Brockman e Unlu, 2011	20,38
23º	Brockman <i>et al.</i> , 2014	20,29
<b>Média</b>		<b>40,17</b>

Uma vez calculado o ponto T de Goffman de cada artigo, é possível realizar uma análise da região na qual estão as palavras mais aderentes ao tema principal do texto. Em seguida, são excluídas aquelas que não são relevantes ao estudo – ex: preposições, artigos (in) definidos, pronomes e advérbios. Posteriormente, classifica-se as palavras que possuem maior frequência, conforme Tabela 6. No artigo de Rangvid *et al.* (2014), a palavra *dividend* possui a maior frequência, ou seja, ela se repete 296 vezes num texto com 13.779 palavras. Além disso, verifica-se que a palavra *dividend* está presente em 14 dos 23 (61%) artigos da amostra final. Palavras como *cash*, *political*, *tax*, *excess*, *shareholders*, *repatriation*, *disclosure* e *trading* também possuem alta frequência nos 9 (39%) outros artigos da amostra final.

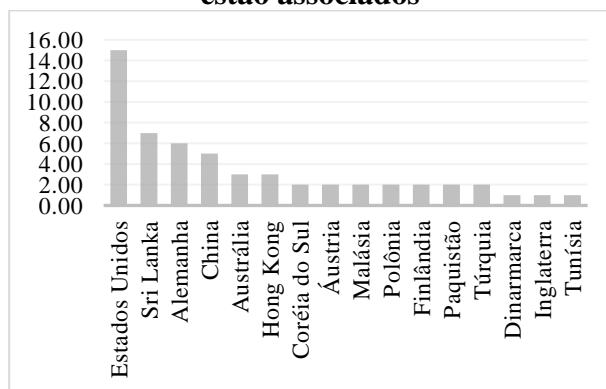
**Tabela 6 – Classificação de palavras (Lei de Zipf)**

Nº	Autor	Palavra	Frequência
1º	Rangvid <i>et al.</i> , 2014	<i>dividend</i>	296
2º	Dewasiri <i>et al.</i> , 2019	<i>dividend</i>	273
3º	Breuer <i>et al.</i> , 2017	<i>cash</i>	254
4º	Huang <i>et al.</i> 2015	<i>political</i>	242
5º	Bellak e Leibrecht, 2010	<i>dividend</i>	223
6º	Shao <i>et al.</i> , 2010	<i>dividend</i>	216
7º	Akhtar, 2018b	<i>dividend</i>	216
8º	Lai <i>et al.</i> , 2020	<i>political</i>	208
9º	Baker <i>et al.</i> , 2019	<i>dividend</i>	206
10º	Pieloch-Babiarz, 2019	<i>dividend</i>	203
11º	Akhtar, 2018a	<i>dividend</i>	200
12º	Harju e Kari, 2017	<i>tax</i>	193
13º	Tahir <i>et al.</i> , 2020	<i>repatriation</i>	171
14º	Breuer <i>et al.</i> , 2014	<i>dividend</i>	163
15º	Glendening <i>et al.</i> 2016	<i>dividend</i>	138
16º	Kim e Jeon, 2015	<i>dividend</i>	126
17º	Bahreini <i>et al.</i> , 2018	<i>dividend</i>	124
18º	Hardin III e Hill, 2008	<i>excess</i>	117
19º	Pieloch-Babiarz, 2019	<i>dividend</i>	99
20º	Kopits, 1972	<i>tax</i>	21
21º	Kim e Jang, 2010	<i>dividend</i>	20
22º	Brockman e Unlu, 2011	<i>disclosure</i>	16
23º	Brockman <i>et al.</i> , 2014	<i>trading</i>	13

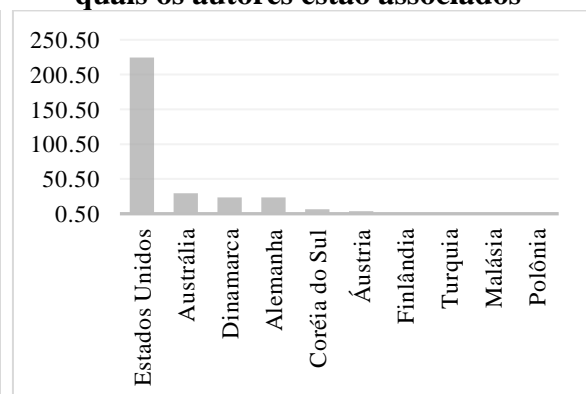
Quanto à autoria dos artigos, são identificados 58 autores, sendo que 3 os publicam individualmente e 55 são co-autores. A Figura 3 apresenta o *ranking* decrescente dos 16 países das instituições às quais os autores estão associados. Dos 58 autores, 15 (26%) estão relacionados a instituições localizadas nos Estados Unidos, 7 (12%) no Sri-Lanka, 6 (12%) na Alemanha, 5 (9%) na China, 3 (5%) na Austrália, 3 (5%) no Hong Kong, 2 (3%) na Áustria, 2 (3%) na Coreia do Sul, 2 (3%) na Malásia, 2 (3%) na Polônia, 2 (3%) na Turquia, 2 (3%) no Paquistão e 2 (5%) na Finlândia. Os demais 5 (9%) autores estão vinculados a instituições localizadas na Dinamarca, Inglaterra, Tunísia, Suíça e Nova Zelândia.

Dos 23 artigos, 5 (22%) são classificados pelo *software* RStudio como *single country publications* - são escritos e publicados por autores de um mesmo país, enquanto que 18 (78%) são tidos como *multiple country publications* - são escritos por autores de mais de um país. Não obstante a esse fato, a Figura 4 indica que 225 (71%) citações ocorrem para artigos elaborados por autores associados a instituições localizadas nos Estados Unidos. As demais citações se referem a autores cujas entidades estão localizadas nos seguintes países: 30 (10%) - Austrália, 24 (8%) - Dinamarca, 24 (8%) - Alemanha, 12 (3%) - Coreia do Sul, Áustria e Finlândia.

**Figura 3 - Frequência dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados**

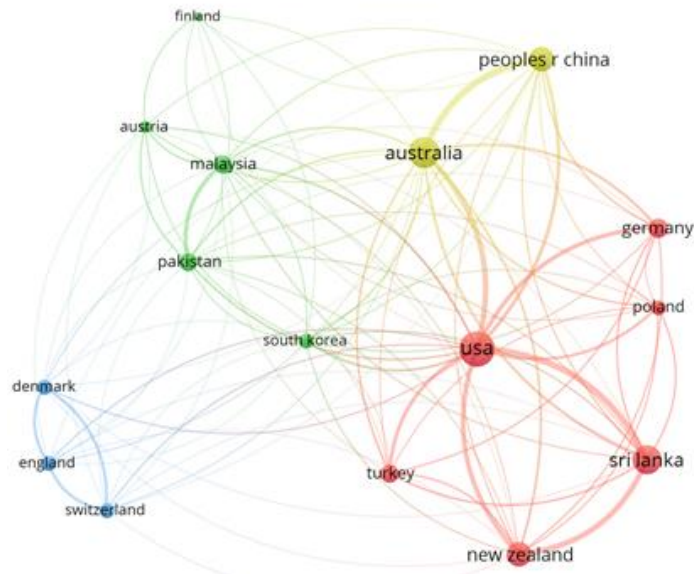


**Figura 4 - Frequência das citações dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados**



O resultado de citações dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados - apresentado na Figura 4 - é ratificado pelo mapa de citações da Figura 5, gerado pelo *software* VOSViewer. Nela, os Estados Unidos e Austrália se destacam como os países com maior número de citações da amostra final de 23 artigos.

**Figura 5 – Mapa de citações dos artigos dos países das instituições às quais os autores estão associados**



Fonte: Software VOSviewer

Nota: O tamanho dos nós corresponde à quantidade de citações vezes a quantidade de artigos. Já a cor dos nós corresponde ao número de citações associadas às instituições e às ocorrências de coautoria nas publicações entre os países, sendo definidos 4 *clusters* de citação entre os autores: 1) Alemanha, Nova Zelândia, Polônia, Sri Lanka, Turquia e Estados Unidos; 2) Áustria, Finlândia, Malásia, Paquistão e Coréia do Sul; 3) Dinamarca, Inglaterra e Suíça e 4) Austrália e China.

Já a Tabela 7 indica os periódicos acadêmicos nos quais os 23 artigos da amostra final são publicados, sendo relacionados aos temas de finanças, contabilidade e economia. O periódico com mais publicações (3) na amostra é o Journal of International Studies, sendo seguido pelo Accounting and Finance, Journal of Banking & Finance e Managerial Finance, com 2 publicações cada.

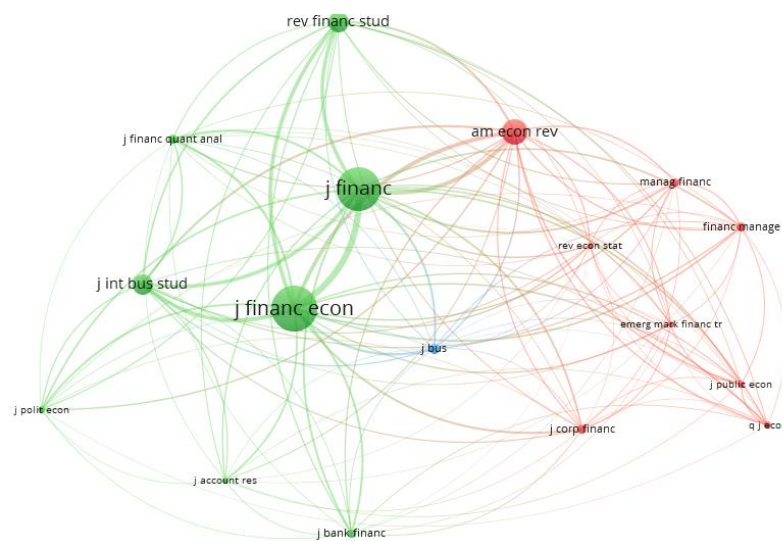
**Tabela 7 – Frequência dos artigos publicados em periódicos acadêmicos**

Nome dos periódicos	Quantidade	Quantidade acumulada	% de acumulação
Journal of International Business Studies	3	3	13,0%
Accounting and Finance	2	5	21,7%
Journal of Banking & Finance	2	7	30,4%
Managerial Finance	2	9	39,1%
Cesifo Economic Studies	1	10	43,5%
Ekonomia I Prawo-Economics and Law	1	11	47,8%
Emerging Markets Finance and Trade	1	12	52,2%
Equilibrium-Quarterly Journal of Economics and Economic Policy	1	13	56,5%
Finanzarchiv	1	14	60,9%
International Journal of Hospitality Management	1	15	65,2%
Journal of Central Banking Theory and Practice	1	16	69,6%
Journal of Contemporary Accounting & Economics	1	17	73,9%
Journal of Corporate Finance	1	18	78,3%

**Tabela 7 – Frequência dos artigos publicados em periódicos acadêmicos (continuação)**

Nome dos periódicos	Quantidade	Quantidade acumulada	% de acumulação
Journal of Financial and Quantitative Analysis	1	19	82,6%
Real Estate Economics	1	20	87,0%
Review of Economics and Statistics	1	21	91,3%
Review of Finance	1	22	95,7%
Tourism Economics	1	23	100,0%

A Figura 6 indica que os periódicos com mais citações na amostra final de 23 artigos são Journal of International Business Studies, Accounting and Finance, Journal of Banking & Finance e Managerial Finance, à semelhança da Tabela 7. Quanto aos demais 14 periódicos, todos eles possuem apenas 1 artigo com temas relacionados a dividendos e multinacionais. Verifica-se ainda que um destes não possui foco em finanças, contabilidade ou economia, mas sim em estudos sociais - International Journal of Hospitality Management.

**Figura 6 – Mapa de cocitação entre os periódicos**

Fonte: Software VOSviewer

Nota: O tamanho dos nós representa o produto entre a quantidade de artigos por periódicos e a quantidade de citações. Já a cor dos nós corresponde aos grupos formados por um conjunto de periódicos, havendo a identificação de 3 clusters.

A lei de Bradford (1934) verifica que há poucos periódicos que produzem muitos artigos e muitos periódicos que produzem poucos artigos sobre um determinado tema. Para Brookes (1969), referida lei estima o grau de relevância de determinados periódicos acadêmicos que atuam em áreas de conhecimento específica. Assim, caso os periódicos sejam classificados por

ordem decrescente de produtividade, eles podem ser distribuídos em zonas que possuem uma variação na proporção 1: n: n<sup>2</sup> e assim por diante.

Estas zonas são formadas ao dividir o total de artigos publicados por três. A zona A identifica-se como o core dos assuntos, sendo constituída pelos periódicos que produzem mais de quatro referências por ano. Na zona B estão os periódicos que produzem mais de uma e não mais do que quatro referências anualmente. Por fim, na zona C estão os periódicos que produzem uma ou menos referências por ano. A Tabela 8 indica que na zona A estão 30% das publicações sobre o tema de dividendos e que esse percentual limita-se a apenas 3 periódicos acadêmicos - Journal of International Business Studies, Accounting and Finance, Journal of Banking & Finance.

**Tabela 8 – Classificação dos periódicos acadêmicos (Lei de Bradford)**

Zona	Nome dos periódicos	Quantidade	Quantidade acumulada
Zona A	Journal of International Business Studies	3	3
	Accounting and Finance	2	5
	Journal of Banking & Finance	2	7
Zona B	Managerial Finance	2	9
	Cesifo Economic Studies	1	10
	Ekonomia I Prawo-Economics and Law	1	11
	Emerging Markets Finance and Trade	1	12
	Equilibrium-quarterly Journal of Economics and Economic Policy	1	13
	Finanzarchiv	1	14
	International Journal of Hospitality Management	1	15
Zona C	Journal of Central Banking Theory and Practice	1	16
	Journal of Contemporary Accounting & Economics	1	17
	Journal of Corporate Finance	1	18
	Journal of Financial and Quantitative Analysis	1	19
	Real Estate Economics	1	20
	Review of Economics and Statistics	1	21
	Review of Finance	1	22
	Tourism Economics	1	23
<b>Total</b>		<b>23</b>	

A Tabela 9 apresenta os dez artigos mais citados sobre os temas de dividendos e multinacionais, segundo análise realizada via software RStudio. O artigo mais citado da amostra final possui quase o dobro de citações do segundo, sendo elaborado por Shao *et al.* (2010). Além disso, sua média de citação anual é de 11 artigos. Ele examina como a cultura afeta as políticas de dividendos das empresas, contribuindo para questões ainda não resolvidas sobre esse tema. Enquanto a maior parte das pesquisas foca em explicações baseadas nas teorias de agência, assimetria da informação e pecking order, esse artigo utiliza dimensões culturais e de

comportamentos conservadores, analisando uma amostra de 27.465 empresas de 21 países entre 1995 e 2007.

O segundo artigo com maior número de citações anuais é o de Hardin III e Hill (2008). Ele refere-se ao estudo dos determinantes do excesso de pagamento de dividendos acima dos requisitos obrigatórios nos fundos de investimentos imobiliário - REIT dividend determinants: excess dividends and capital markets. Os autores verificam que o pagamento de dividendos excedentes nas empresas da amostra está relacionado a fatores corporativos associados à redução de custos de agência, ao forte desempenho operacional, implementação de um plano de recompra de ações e capacidade de acessar dívidas bancárias de curto prazo. Os demais artigos estão posicionados com menos de 31 citações totais e uma média de citações anual abaixo de 5.

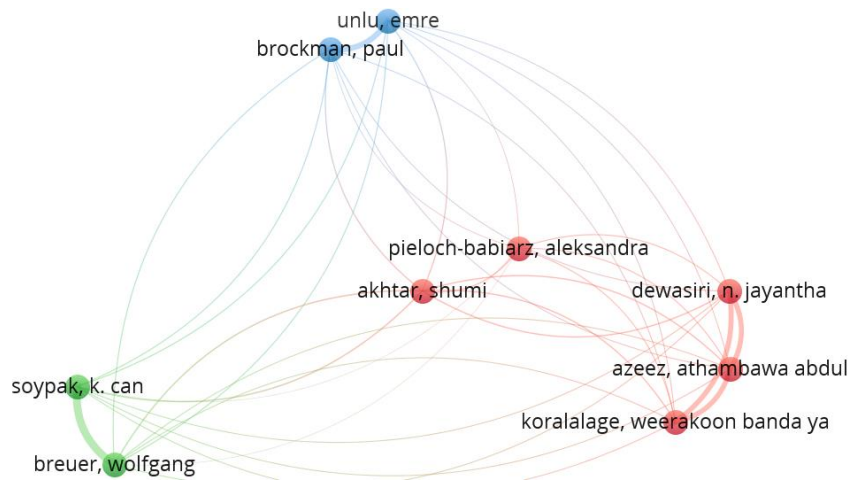
**Tabela 9 – Dez artigos mais citados**

Nº	Referências	Citações	Média de citações anuais
1º	Shao <i>et al.</i> , 2010	110	11,00
2º	Hardin III e Hill, 2008	49	4,08
3º	Brockman e Unlu, 2011	33	3,66
4º	Huang <i>et al.</i> 2015	28	5,60
5º	Rangvid <i>et al.</i> , 2014	24	4,00
6º	Breuer <i>et al.</i> , 2017	22	3,66
7º	Brockman <i>et al.</i> , 2014	14	2,33
8º	Kim e Jang, 2010	11	1,10
9º	Kopits, 1972	11	0,23
10º	Kim e Jeon, 2015	7	1,40

A Figura 7 apresenta os nove autores mais produtivos com identificação de três clusters. O critério utilizado pelo software VOSviewer considera a quantidade de citações que cada autor possui na base da WoS, multiplicado pela quantidade de artigos publicados pelo mesmo autor com tema semelhante. Cada autor mencionado possui 2 artigos sobre o tema de dividendos e multinacionais. Tal fato permite que autores como Paul Brockman, Emre Unlu, Shumi Akhtar, Aleksandra Pieloch-Babiarz, Wolfgang Breuer, Can Kalender Soypak, Athambawa Abdu Azeez, Banda Yatiwelle Weerakoon e Narayanage Jayantha Dewasiri se destaquem em relação aos da Tabela 9.



**Figura 7 – Mapa dos oito autores mais produtivos**



Fonte: Software VOSviewer

Nota: O tamanho dos nós representa a quantidade de artigos publicados por autor. Já a cor dos nós corresponde à citação entre os autores dos artigos analisados da amostra final.

Lotka (1926) apresenta a lei do quadrado inverso, sendo conhecida por propor que um número restrito de pesquisadores acadêmicos possui alta frequência de produção em uma determinada área de conhecimento. De forma contrária, um grande volume de pesquisadores acadêmicos produzem pouco. Sendo assim, Lotka (1926) identifica que a produção obtida por esse reduzido número de pesquisadores se iguala em quantidade ao desempenho dos demais. A Equação 6 apresenta a aplicação da Lei de Lotka.

$$a_n = a_1 / n^2, n = 1, 2, 3 \dots \quad (6)$$

Em que:

$a_n$  = número de autores que publicaram  $n$  artigos  
 $a_1$  = número de autores que publicaram um artigo  
 $n$  = número de artigos publicados por autor

Na Equação 7, Chung e Cox (1990) esclarecem que o número de autores com um único artigo publicado, conforme a Lei de Lotka, seria de:

$$a_1 = 6 / \pi^2 = 0,6079 = 60,8\% \quad (7)$$

Assim, um autor com dois artigos publicados deveria ter a frequência de 15,2% ( $0,6079/2^2$ ). Já um autor com três artigos publicados seria de 6,8% ( $0,6079/3^2$ ). A Tabela 10 apresenta a

quantidade e percentual de artigos publicados pelos autores da amostra. Os valores padrão da Lei de Lotka estão apresentados na última coluna. Verifica-se que, de fato, há um percentual menor de autores publicando uma maior quantidade de artigos, o que confirma a Lei de Lotka. 10 (17,24%) dos 58 autores são responsáveis pela publicação de 2 artigos relacionados ao impacto das multinacionais sobre a política de distribuição de dividendos. Outros 48 (82,75%) publicam um único artigo relacionado a esse tema, o que caracteriza uma produtividade ainda menor que a referência padrão obtida por Lotka (60,79%).

**Tabela 10 – Aplicação da Lei de Lotka**

No de artigos	No. autores	% Autores	% Lotka (c=2)
1	48	82,75	60,79
2	10	17,24	15,19
Total	58	100	75,99

## 2.6 Revisão sistemática

A revisão sistemática da literatura vai além da análise bibliométrica, buscando responder a uma questão que sinalize lacunas do conhecimento sobre um determinado tema - Qual é o impacto de empresas que possuem ativos e receitas fora do seu país de origem na sua política de distribuição de dividendos? Para tanto, inicialmente, são apresentadas as principais contribuições de cada estudo. Depois, define-se a matriz de (sub) categorização apresentada na Tabela 2. Por fim, é realizada uma contagem de frequência das subcategorias de forma a possibilitar a identificação de lacunas de conhecimento – vide Tabela 12. Referidas lacunas são então comparadas com as subcategorias da categoria 12 - avenidas para estudos futuros, a fim de obter aspectos passíveis de novos estudos sobre o tema – vide Figura 21 (Jabbour, 2013; Barboza *et al.*, 2016; Nazário *et al.*, 2017).

A Tabela 11 apresenta a relação dos 23 artigos da amostra final sobre os temas de dividendos e multinacionais. Nela estão identificados seus autores, amostra, principais variáveis independentes, método de pesquisa e contribuições. Para todos eles, a variável dependente são os dividendos.

Tabela 11 – Principais dados dos artigos

Nº	Referência	Amostra	Var. Indep.	Método	Contribuições
1	Shao <i>et al.</i> , 2010	21 países - Osiris	Conservadorismo	Regressão com dados em painel	Empresas conservadoras podem pagar dividendos mais altos que o necessário. O objetivo consiste em chamar atenção à sua autodisciplina e necessidade de segurança. Efeitos da proteção legal sobre os dividendos são mais fracos ou inconsistentes quando variáveis culturais são incluídas nas regressões.
2	Huang <i>et al.</i> , 2015	35 países - Datastream	Incerteza política	Regressão logística	Em períodos de crise, empresas que pagam dividendos regularmente têm maior probabilidade de cessá-los. Além disso, aquelas que não distribuem dividendos, têm menor probabilidade e fazê-lo. Há uma variação substancial no efeito do risco político em diferentes graus de multinacionalidade.
3	Glendening <i>et al.</i> , 2016	12 países - Compustat	Estruturas institucionais dos países	Regressão com dados em painel	A redução no pagamento de dividendos é mais pronunciada para países com regimes legais sólidos, empresas com maior necessidade de recursos externos e baixos níveis de controle. Tais fatos sugerem que a adoção de leis de fusões e aquisições contribui com a adoção de mecanismos de controle nas empresas, o que permite a flexibilização da política de dividendos.
4	Rangvid <i>et al.</i> , 2014	50 países - Datastream	Suavização dos dividendos	Regressão com dados em painel	A falta de previsibilidade nas política de dividendos nos Estados Unidos, em geral, não se estende a outros países. Diferenças entre países - relacionadas às características das empresas e suavização na distribuição de dividendos - também são importantes para a precificação de ativos, baseada na previsibilidade do crescimento e retorno dos dividendos.
5	Brockman e Unlu, 2011	31 países - Compustat e WRDS	Retenção de lucros	Regressão logística e com dados em painel	Segundo o ciclo de vida das empresas, aquelas mais jovens tendem a reter mais lucros, reduzindo a distribuição de dividendos. Já aquelas mais maduras, antes de reduzir o índice de <i>payout</i> , também reduzem a retenção de lucros, o que finda por impactar sua propensão de distribuição de dividendos futuros.
6	Hardin III e Hill, 2008	Estados Unidos - SNL	Excesso de caixa	Regressão com dados em painel	O pagamento de dividendos excedentes reduz os custos de agência relacionados à aquisição e uso de dívida bancária de curto prazo, mecanismos de monitoramento, gerenciamento de mercados acionários por meio de programas de recompra de ações, mensurados pelo excesso de caixa das operações de fundos de investimentos imobiliários

Tabela 11 – Principais dados dos artigos (continuação)

Nº	Referência	Amostra	Var. Indep.	Método	Contribuições
7	Breuer <i>et al.</i> , 2014	32 países - Capital IQ	Aversão à perda	Regressão OLS e <i>survey</i>	A paciência e a aversão à perda são relevantes na determinação das diferenças entre países - ex: preferência por receber dividendos no presente do que no futuro
8	Brockman <i>et al.</i> , 2014	24 países - Compustat	Ganhos retidos	Regressão com dados em painel	Leis fracas sobre informações privilegiadas levam a uma maior propensão a pagar dividendos, maior volume distribuídos e suavização dos dividendos.
9	Kim e Jang, 2010	EUA - Compustat	Retorno sobre os ativos (ROA)	Regressão OLS	Empresas de hospedagem podem ser altamente conservadoras na mudança de sua política de distribuição de dividendos. O pagamento de dividendos é determinado por características financeiras e está diretamente associados a variáveis independentes que mensuram lucratividade – ex: ROA e razão <i>market-to-book</i> .
10	Breuer <i>et al.</i> , 2017	53 países - Compustat	Aversão à ambiguidade	Regressão OLS e <i>survey</i>	A aversão à ambiguidade está relacionada ao caixa, somente no caso de empresas com restrições financeiras. Os gestores não apenas conhecem as preferências dos investidores, como também atendem às suas necessidades.
11	Kopits, 1972	Estados Unidos - United States Treasury	Diferenças entre alíquotas de países diferentes	Regressão OLS	Os mercados interno e externo são sensíveis a mudanças na alíquota tributária nos Estados Unidos.
12	Akhtar, 2018a	5 países – WRDS e outras	Multinacionais	Regressão OLS	O efeito da multinacionalidade de uma corporação é considerado um fator determinante na distribuição de dividendos entre países. EMs australianas, britânicas e malaias pagam significativamente menos dividendos do que as empresas domésticas desses países. O posto ocorre para as MNs norte-americanas
13	Kim e Jeon, 2015	Coréia do Sul - NICE e KOSPI	Investimento	Regressão GLS e <i>pooled</i>	As políticas de dividendos das subsidiárias de EMs na Coréia do Sul são determinadas para atender aos requisitos de remessa impostas por sua empresa controladora. Além disso, elas possuem fraca correlação com os requisitos locais de responsabilidade social corporativa
14	Harju e Kari, 2017	Suécia - Amadeus	Investimento	Regressão <i>pooled</i>	Mudanças na tributação causam tratamentos distintos na distribuição de dividendos entre fontes de lucro nacionais e estrangeiras.
15	Bellak e Leibrecht, 2010	Alemanha - MiDi	Lucro	Regressão logística e com dados em painel	A tributação de dividendos influencia sua política de distribuição pelas EMs. O valor esperado dos dividendos repatriados é menor do que o valor dos dividendos não distribuídos e reinvestidos pelas EDs Os dividendos mais altos são tributados em relação às recompras de ações - é provável que elas sejam um meio alternativo de repatriar lucros.

Tabela 11 – Principais dados dos artigos (continuação)

Nº	Referência	Amostra	Var. Indep.	Método	Contribuições
16	Dewasiri <i>et al.</i> , 2019	Sri-Lanka - CSE	Dividendos anteriores e lucratividade	Regressão com dados em painel	Entre os determinantes da política de distribuição de dividendos, destacam-se: dividendos distribuídos em exercícios anteriores, lucratividade, oportunidades de investimentos e preferências dos investidores
17	Akhtar, 2018b	Austrália – Compustat e outras	Multinacionais	Regressão com dados em painel	Os fatores determinantes que impactam a política de distribuição de dividendos são: impostos estrangeiros, caixa, colaterais, riscos e tamanho. As EMs australianas pagam menos dividendos que as EDs.
18	Bahreini <i>et al.</i> , 2018	5 países - Datastream	Determinantes tradicionais	Regressão logística e com dados em painel	Identificação de determinantes tradicionais e exclusivos de pagamentos de dividendos para empresas do setor de viagens e lazer – lucratividade, ROA, razão <i>market-to-book</i> , tamanho etc
19	Baker <i>et al.</i> , 2019	Sri-Lanka - CSE	Determinantes tradicionais	Regressão logística, com dados em painel e <i>survey</i>	Identificação dos seguintes principais determinantes da política de distribuição de dividendos: tamanho, setor, governança corporativa, fluxo de caixa livre, lucros, dividendos de exercícios anteriores, lucratividade, oportunidades de investimento, capital de giro líquido, estrutura de propriedade concentrada, preferência do investidor, tipo de empresa etc
20	Pieloch-Babiarz, 2019	Polônia - WSE	Estrutura de propriedade	Regressão logística	Na estrutura de propriedade das empresas que distribuem mais dividendos, observa-se uma parcela maior de investidores institucionais, do Tesouro Nacional e de conselheiros. Além disso, essas empresas possuem um conselho de administração maior e o presidente ocupa o cargo por mais tempo.
21	Pieloch-Babiarz, 2020	Polônia - WSE	Índice de <i>payout</i>	Algoritmo TOPSIS	Empresas listadas na bolsa de valores de Varsóvia que implementam políticas de dividendos - de maneira constante e crescente - possuem a maior índice de <i>payout</i>
22	Tahir <i>et al.</i> , 2020	EUA – BEA, WDI, IMF e IFS	Taxa de câmbio	Regressão com dados em painel	A valorização da moeda nacional - onde está localizada a ED - leva a um repatriamento de dividendos maior do que nas EMs. Além disso, as subsidiárias das EMs gerenciam ativamente o risco cambial por meio da política de distribuição de dividendos.
23	Lai <i>et al.</i> , 2020	52 países - Compustat	Restrições políticas e mercado	Regressão OLS	Os sistemas jurídico e político de um país estão relacionados devido à possíveis restrições financeiras. O não funcionamento das instituições políticas resulta na falta de liquidez no mercado de ações e, conseqüentemente, na distribuição de dividendos.

A Tabela 12 apresenta as codificações das (sub) categorias dos 23 artigos examinados neste estudo - ver Tabela 2. Vale ressaltar que uma mesma categoria pode conter até 3 subcategorias.

Logo, a soma da contagem das frequências das subcategorias - para cada categoria - totaliza 100% e não o total de 23 artigos da amostra final.

**Tabela 12 – Codificação das categorias e subcategorias de análise dos artigos**

Nº	Título	Categorias (números) e subcategorias (letras)											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	<i>National culture and dividend policy</i>	A	B-C-D	E	A	E	A	A	C	D	C	A	B
2	<i>Political risk and dividend policy: evidence from international political crises</i>	A-D	D	E	A	D	A	A	C	D	A	A	n.a
3	<i>The market for corporate control and dividend policies: cross-country evidence from M&amp;A laws</i>	A	E	E	A-D	C	A	A	C	C	A	A	n.a
4	<i>Dividend predictability around the world</i>	A	B	E	C	E	A	A	C	D	C	A	B
5	<i>Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: an international study</i>	A	I	E	B	C	A	A	C	D	B	A	n.a
6	<i>REIT dividend determinants: excess dividends and capital markets</i>	A	A	E	E	C	A	B	A	C	B	A	n.a
7	<i>The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis</i>	A-F	C	E	A	E	A	A	C	A	A	A	B
8	<i>The impact of insider trading laws on dividend payout policy</i>	A-F	A-E	E	B	C	A	A	C	B	B	A	n.a
9	<i>Dividend behavior of lodging firms: Heckman's two-step approach</i>	A-F	A-E-I	E	B-E	C	A	B	A	C	B	C	D
10	<i>Corporate cash holdings and ambiguity aversion</i>	A-E	D-E	E	B	E	A	A	C	A	A	A	n.a
11	<i>Dividend remittance behavior within international firm - cross-country analysis</i>	A-F	B	E	E	D	A	B	A	A	B	A	n.a
12	<i>Dividend policies across multinational and domestic corporations - an international study</i>	A-B	B	E	A	A	A	B-C-D	C	D	A	A	n.a
13	<i>Dividend policy and corporate social responsibility: a comparative analysis of multinational enterprise subsidiaries and domestic firms in Korea</i>	A-B	B-E	E	A	C	A	D	A	D	C	A	A

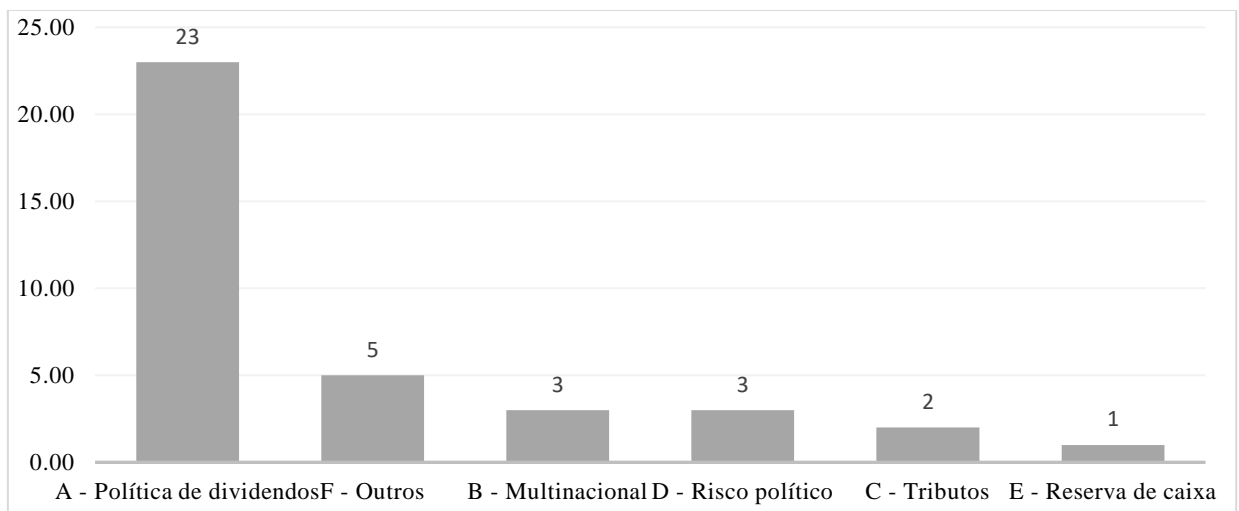
**Tabela 12 – Codificação das categorias e subcategorias de análise dos artigos  
(continuação)**

Nº	Título	Categorias (números) e subcategorias (letras)											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
14	<i>Dividend taxes and decisions of MNEs: evidence from a Finnish tax reform</i>	A-C	n.a	E	A	C	A	C	A	C	B	A	n.a
15	<i>Does lowering dividend tax rates increase dividends repatriated? evidence of intrafirm cross-border dividend repatriation policies by German multinational enterprises</i>	A-C	B	E	A	D	A	C	A	C	B	A	C
16	<i>Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market</i>	A	B-C-D	E	B-C	D	A	D	B	C	B	A	B
17	<i>Dividend payout determinants for Australian multinational and domestic corporations</i>	A-B	A-B	E	A	A	A	D	A	D	B	A	B
18	<i>Dividend payouts of travel and leisure companies in Western Europe: an analysis of the determinants</i>	A	E-G-I	E	A	C	A	C	A	D	B	A	B
19	<i>Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach</i>	A-F	B-C-D	E	C	C	A	D	B	C	B	A	E
20	<i>Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from the Warsaw Stock Exchange</i>	A	E	E	B-D	B	A	C	B	A	B	A	B
21	<i>Characteristics identifying the companies conducting different dividend policy: evidence from Poland</i>	A	B-G	G	B-E	C	A	C	B	D	B	A	n.a
22	<i>Influence of exchange rate fluctuations and credit supply on dividend repatriation policy of U.S. multinational corporations</i>	A-D	G	E	E	E	E	A	C	D	A	A	B
23	<i>Political institutions, stock market liquidity and firm dividend policy: some international evidence</i>	A-D	G	E	A	D	A	A	C	D	C	A	B

Nota: n.a.: não se aplica

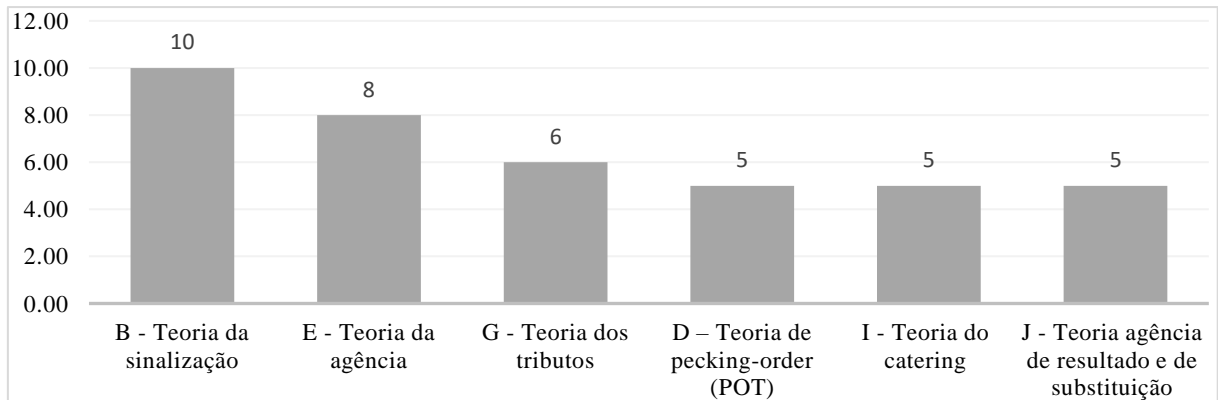
A Figura 8 indica que, com relação ao tema principal/foco do estudo, a subcategoria A - Política de dividendos - está presente em 62% das subcategorias analisadas. As subcategorias B - Multinacional, C - Tributos, D - Risco político e E - Reserva de caixa totalizam 24% dos temas analisados. Por fim, outros temas não relacionados a esses estão presentes em 14% dos artigos da amostra.

**Figura 8 – Categoria 1 - Tema principal/foco do estudo**

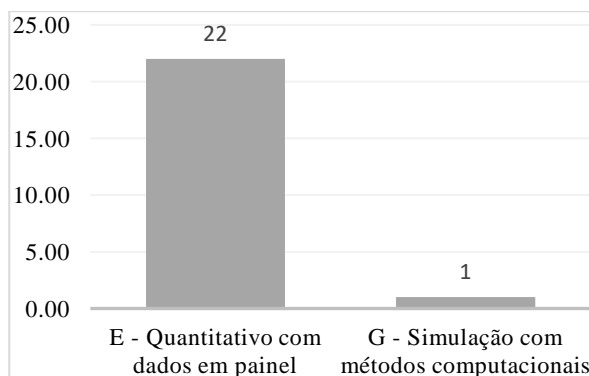
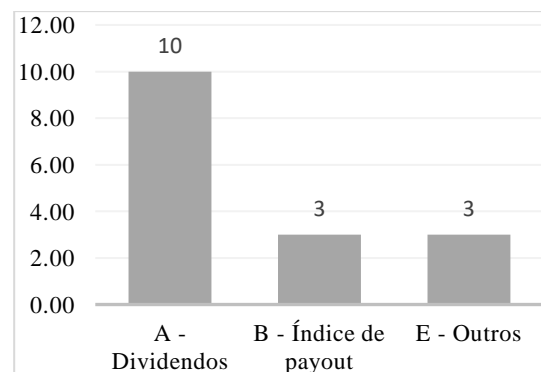


Por sua vez, a Figura 9 aponta que, quanto às principais teorias relacionadas às hipóteses, há um predomínio da subcategoria B - teoria da sinalização (20%), caracterizando o caráter informativo da política de distribuição de dividendos ao mercado. A subcategoria E - Teoria da agência – representa 16% das subcategorias, ratificando o papel da política de distribuição de dividendos na mitigação de conflitos. A subcategoria G - Tributos suporta 12% das hipóteses analisadas nos estudos da amostra. A tributação dos dividendos pode influenciar a decisão sobre sua distribuição ou não pelas empresas. Por fim, as subcategorias D – POT, I - Teoria do catering e J - Teoria agência de resultado e de substituição contribuem com 10% das teorias analisadas.



**Figura 9 – Categoria 2 - Teorias relacionadas hipóteses**

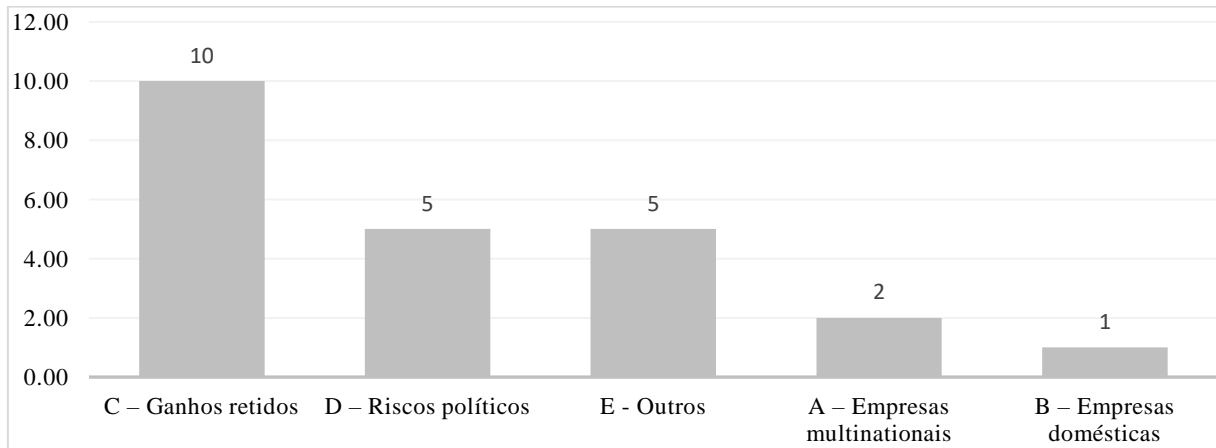
Sobre a Figura 10, há uma predominância da subcategoria E - Quantitativo com dados em painel, correspondendo a 96% (22) dos artigos analisados. Apenas 4% (1) dos artigos utilizam o método da subcategoria G - Simulação com métodos computacionais. Já na Figura 11, a subcategoria A – Dividendos é a variável dependente de 39% dos estudos, sendo seguida das subcategorias B - Índice de *payout* (29%), C - Dividendos passados (7%) e D - Propensão de pagamentos de dividendos (7%). Outras variáveis dependentes representam 18% daquelas analisadas pelos artigos da amostra. Tal fato indica que os dividendos pagos no exercício presente é o alvo de maior interesse dos pesquisadores.

**Figura 10– Categoria 3 - Método utilizado****Figura 11– Categoria 4 - Variáveis dependentes**

A Figura 12 demonstra que a subcategoria C – Ganhos retidos (43%) é a variável independente mais analisada, sendo seguida pelas subcategorias D – Riscos políticos e E – Outros, ambas com 22%. Ao contrário do esperado, as subcategorias A – Empresas multinacionais (9%) e B

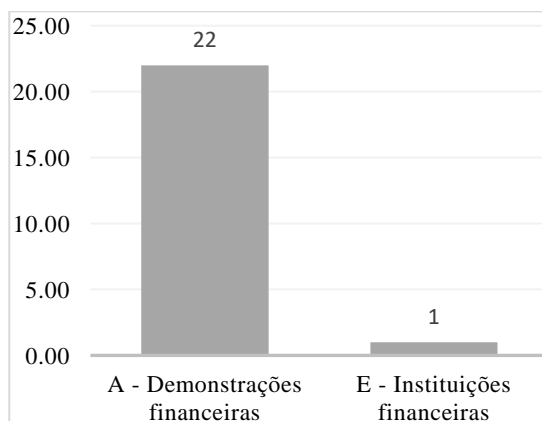
– Empresas domésticas (4%) possuem baixa frequência. Tal fato caracteriza uma oportunidade de estudo sobre o tema.

**Figura 12 – Categoria 5 - Variáveis independentes**

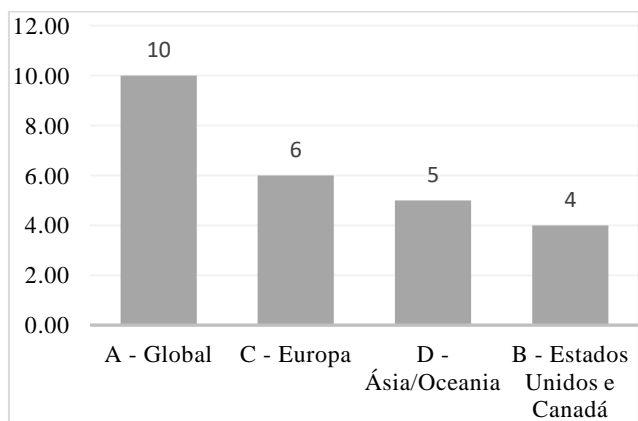


Quanto à Figura 13, os tipos de dados analisados com maior concentração referem-se à subcategoria A - Demonstrações financeiras (96%), sendo seguido da subcategoria E - Instituições financeiras (4%). Com relação à origem dos dados, a Figura 14 indica que 40% deles referem-se à subcategoria A - Global. Outros 24% advêm da subcategoria C - Europa. As subcategorias D - Ásia/Oceania e B - Estados Unidos e Canadá representam 20% e 16%, respectivamente.

**Figura 13 – Categoria 6 - Tipos de dados analisados**



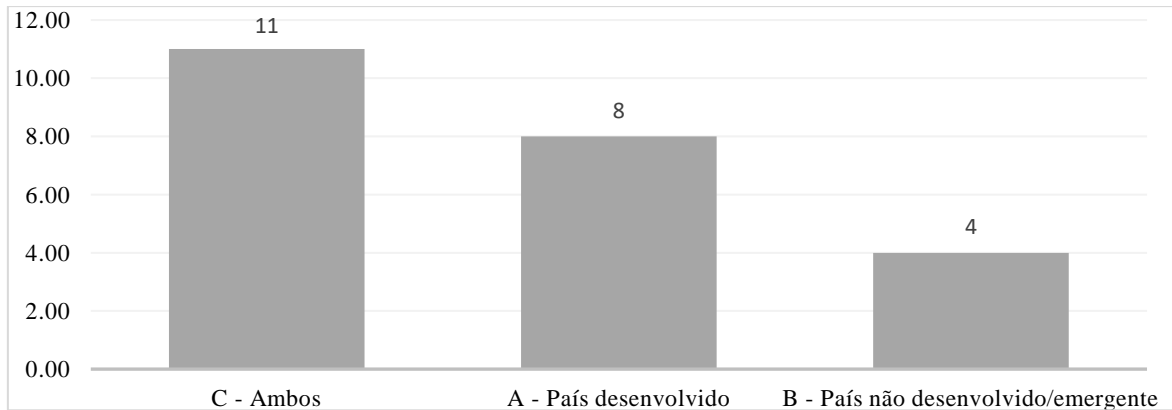
**Figura 14 – Categoria 7 - Origem dos dados**



A Figura 15 analisa o contexto econômico das empresas que compõem a amostra de dados dos estudos. 48% delas referem-se à combinação das subcategorias A - País desenvolvido e B - País

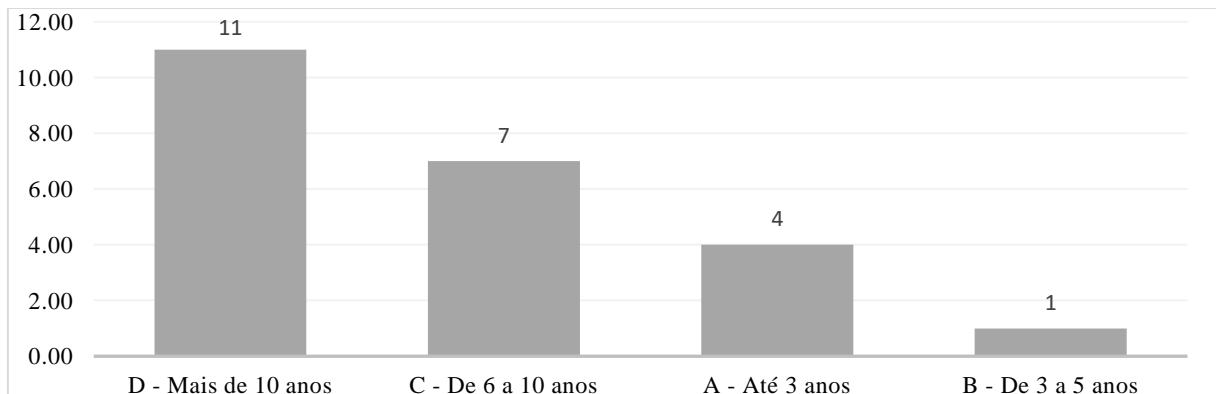
não desenvolvido/emergente, sendo representada pela subcategoria C – Ambos. Tal fato caracteriza o interesse por empresas multinacionais de diversas regiões. Outros 35% dos estudos concentram-se na subcategoria A - País desenvolvido, enquanto que 17% focam na subcategoria B - País não desenvolvido/emergente.

**Figura 15 – Categoria 8 - Contexto econômico**



Quanto ao período de análise da amostra de dados dos estudos, a Figura 16 aponta que 48% dos dados pertencem à subcategoria D - Mais de 10 anos, seguidos das subcategorias C - De 6 a 10 anos (30%), A - Até 3 anos (17%) e B - De 3 a 5 anos (4%). Tal fato indica uma prevalência de estudos com longos períodos na avaliação da constância ou não da política de distribuição de dividendos.

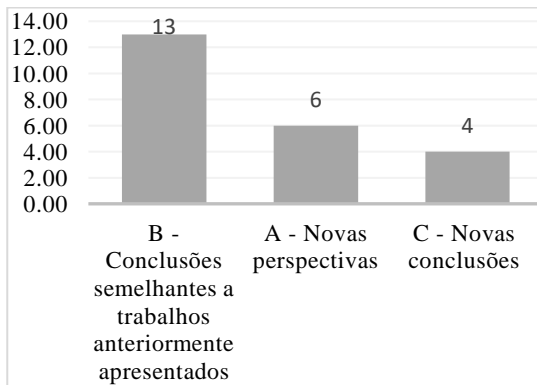
**Figura 16 – Categoria 9 - Período de análise**



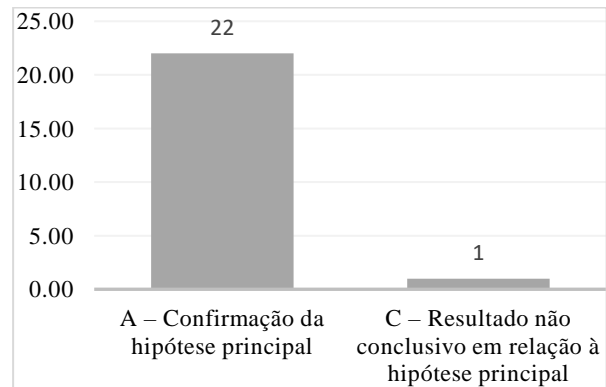
Com relação à análise dos resultados dos estudos, a Figura 17 mostra que 57% dos estudos estão classificados na subcategoria B - Conclusões semelhantes a trabalhos anteriormente apresentados. Outros 26% e 17% referem-se às subcategorias A - Novas perspectivas e C -

Novas conclusões, respectivamente. Por sua vez, a Figura 18 esclarece que 96% dos estudos possuem a subcategoria A – Confirmação da hipótese principal, enquanto que apenas 4% apresentam a subcategoria - C – Resultado não conclusivo em relação à hipótese principal.

**Figura 17 – Categoria 10 – Resultados**

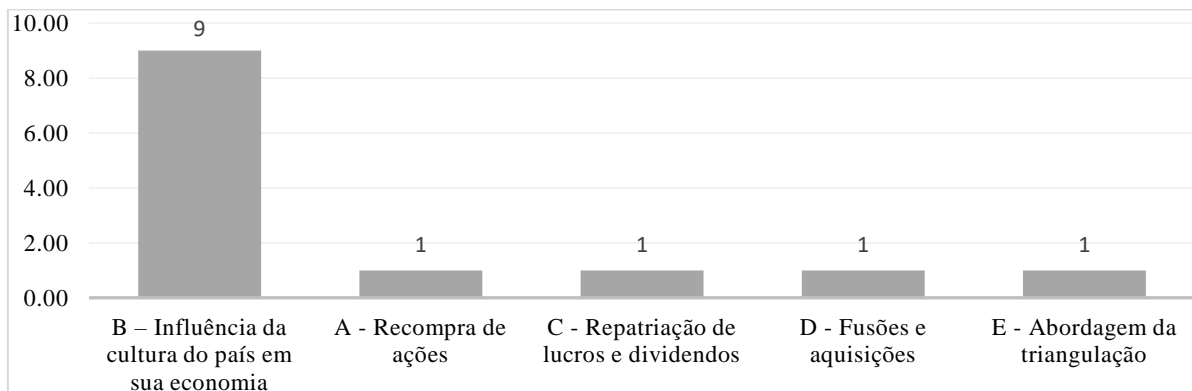


**Figura 18 – Categoria 11 - Conclusão sobre a hipótese**



Por fim, quanto às avenidas para estudos futuros, a Figura 19 indica que a subcategoria B – Influência da cultura do país em sua economia (68%) é a de maior frequência nos artigos. As demais categorias A - Recompra de ações, C - Repatriação de lucros e dividendos, D - Fusões e aquisições e E - Abordagem da triangulação possuem frequências semelhantes de 8% cada. Tal fato aponta para o interesse crescente dos pesquisadores da amostra sobre o impacto das características culturais dos países na política de distribuição de dividendos das empresas neles constituídas.

**Figura 19 – Categoria 12 - Avenidas para estudos futuros**



A Figura 20 apresenta as maiores e menores frequências de interesse sobre o impacto de empresas multinacionais e domésticas na política de distribuição de dividendos. As

subcategorias estão apresentadas de forma individual ou combinada. Assim, para cada categoria, os 23 artigos da amostra final é que totalizam 100% das frequências. Segundo Jabbour (2013), a abordagem combinada tende a produzir resultados ainda mais originais. Aquelas subcategorias com menor frequência sugerem possíveis lacunas do conhecimento a serem preenchidas por outros pesquisadores.

Com relação à categoria 1, apesar de uma relativa recorrência de estudos sobre política de dividendos (A), não há o mesmo interesse sobre o impacto da reserva de caixa (A-E) ou dos tributos (A-C) no índice de *payout* das empresas. Por sua vez, multinacionais e risco político apresenta um maior interesse pela academia. Quanto à categoria 2, destaca-se a oportunidade de analisar a teoria da sinalização combinada com a teoria da agência (B-E) ou com a teoria do pássaro na mão (B-C). Merece igual distinção a análise do tema baseada na associação das teorias de agência, tributos e catering (E-G-I). As hipóteses dos artigos de Dewasiri et al (2019) e Baker et al (2019) são suportadas por teorias seminais, assim como por outras mais recentes. Tal fato decorre da inclusão de determinantes não convencionais da política de distribuição de dividendos – ex: tributos, EMs, influência cultural do país etc.

Sobre a categoria 3, há uma inequívoca preferência pelo uso de modelos econométricos com dados em painel (E). Tal fato caracteriza uma janela de oportunidade para o uso de outros modelos econométricos ou mesmo de métodos qualitativos. Quanto à categoria 4, muito se estuda sobre a distribuição ou não de dividendos no presente (A). Porém, pouco se examina o que influencia seu pagamento em exercícios anteriores (B-C) ou sua propensão de distribuição no futuro (B-D) .

Já para a categoria 5, ganhos retidos (C) são os determinantes tradicionais de uso mais frequente, corroborando a agenda de pesquisa futura para aqueles que não sejam convencionais - como empresas multinacionais (A) e domésticas (B). Esse resultado corrobora as análises da categoria 1. Destaca-se ainda que, mesmo os artigos que têm as EMs como determinantes da política de distribuição de dividendos, eles o fazem com foco na matriz e não na perspectiva de suas filiais (EDs).

Na categoria 6, há uma predominância de dados secundários extraídos das demonstrações financeiras (A). Assim, dados obtidos de outras fontes podem apresentar diferenciação nas pesquisas – ex: dados de mercado, macroeconômicos, reguladores, instituições financeiras etc.

Sobre a origem dos dados, a categoria 7 aponta que ela concentra-se em informações de empresas globais (A) ou localizadas na Europa (C), Ásia/Oceania (D) e Estados Unidos (B). Ressalta-se a inexistência de pesquisas sobre EMs em países da América Latina ou África. Tal fato legitima o resultado da categoria 8. Quase a metade dos artigos utiliza dados de empresas de países desenvolvidos (A), havendo menos estudos voltados à análise de mercados emergentes (B), não obstante sua relevância crescente na economia mundial.

Quanto ao horizonte de tempo das amostras, a categoria 9 indica que a maior parte se refere a estudos de longo prazo, sendo mais de 10 anos (D) ou entre 6 e 10 anos (C). Esse período está alinhado ao modelo econométrico de regressão com dados em painel – vide categoria 3. O uso de diferentes metodologias pode considerar a adoção de períodos distintos na amostra. Sobre a categoria 10, tem-se que a maioria dos estudos apresenta conclusões semelhantes aos anteriores (B). A agenda de pesquisa aponta para a realização de estudos que apresentem maior grau de ineditismo com novas perspectivas (A) ou conclusões (C).

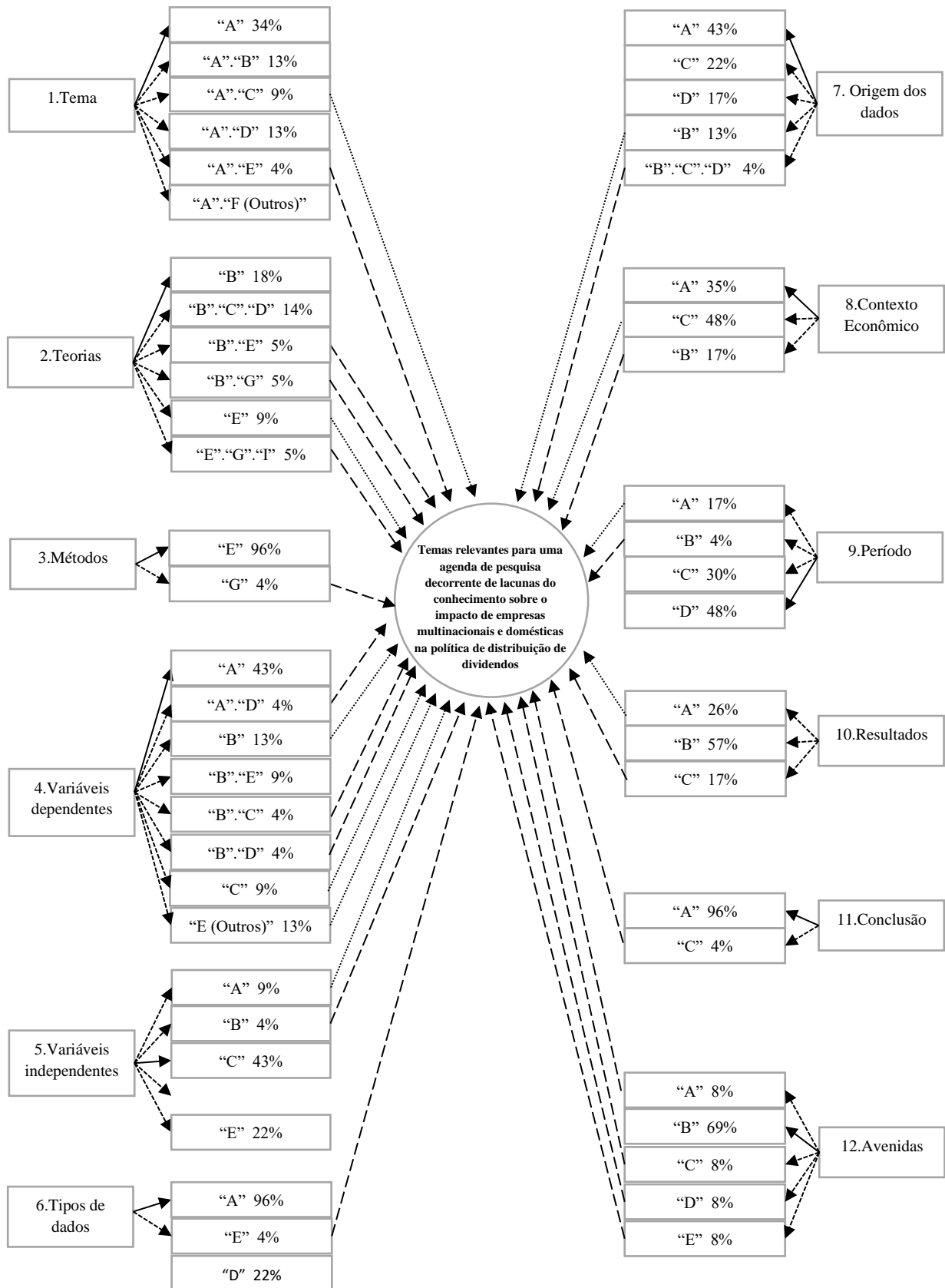
Com relação à validação das hipóteses, na categoria 11, verifica-se que a maioria absoluta das pesquisas as confirmam (A), havendo poucas que apresentem resultados inconclusivos (C). Cita-se como exemplo, o estudo de Kim & Jang (2010). Ao verificar o impacto positivo das oportunidades de investimento no pagamento de dividendos, eles identificam um conflito entre as teorias de pecking order e agência. Assim, eles propõem a adoção de um modelo alternativo de dividendos que auxilie no estabelecimento da reputação da empresa e que melhore o tratamento dos acionistas nos mercados de capitais.

Por fim, a categoria 12 apresenta as avenidas para estudos futuros destacadas no item de conclusão dos artigos da amostra. Neles, ressalta-se a influência da cultura do país em sua economia (B) o que, por sua vez, finda por impactar a política de distribuição de dividendos das empresas nele localizadas. Outros temas com frequência menor semelhante são recompra de ações (A), repatriação de lucros (C), fusões e aquisições (D) e abordagem da triangulação (E).

Diante do exposto, identifica-se como potenciais temas a serem inseridos numa agenda de estudos futuros a verificação dos aspectos que causam diferença nas políticas de distribuição de dividendos entre EMs e EDs, bem como instrumentos de governança corporativa pelas EMs – ex: remuneração dos executivos, independência e diversidade dos membros do conselho de

administração. Outro aspecto a ser destacado é a necessidade de estudos voltados aos países emergentes - notadamente na América Latina - face sua crescente relevância na economia mundial. Por fim, ressalta-se a importância da adoção de métodos econométricos – distintos de regressão com dados em painel - que viabilizem resultados inéditos sobre o tema.

**Figura 20 - Análise das (sub) categorias para identificação das lacunas do conhecimento**





**Legenda:**

Subcategoria com maior frequência em cada categoria	—————▶
Subcategoria com frequência secundária em cada categoria	- - - - -▶
Subcategoria a ser priorizada na agenda de pesquisa	- - - - -▶
Subcategoria a ser considerada de forma secundária na agenda de pesquisa	.....▶

**2.7 Conclusão**

Recentemente, os determinantes das políticas de distribuição de dividendos das EMs têm suscitado o interesse de pesquisadores em diversos países. Tal fato deve-se à abertura de filias estrangeiras, em decorrência da globalização e busca por melhores índices de crescimento econômico dos países. Não obstante a existência de estudos sobre o tema, verifica-se a necessidade de uma sistematização da revisão de literatura sobre o impacto de empresas multinacionais e domésticas na política de distribuição de dividendos. Tal análise permite a identificação de uma agenda de pesquisa decorrente de lacunas do conhecimento sobre o tema, caracterizando a principal contribuição deste estudo.

Para tanto, adota-se métodos de análise bibliométrica e revisão sistemática na amostra final de 23 artigos. O primeiro refere-se a uma análise quantitativa desenvolvida por meio da contagem de frequências e co-citações. Já o segundo refere-se a uma análise qualitativa, buscando-se a correlação entre temas relevantes; porém, ainda pouco explorados pela academia. Referidos artigos são obtidos a partir da base de dados WoS. A adoção de ambos métodos prescindem do uso de softwares tais como RStudio, R, VOSViewer e Rank Words. Na análise bibliométrica, adota-se ainda a verificação de suas principais leis, como Zipf (1949), Bradford (1934) e Lotka (1926).

Entre os resultados obtidos pela análise bibliométrica, verifica-se que dividendos apresenta-se como um hot topic ou palavra-chave de alta frequência. A maioria dos estudos ocorre em instituições de ensino localizadas nos Estados Unidos, sendo publicados no Journal of International Studies, sobretudo. Já os periódicos com maior número de citações são o Journal of International Business Studies, Accounting and Finance e Journal of Banking & Finance, segundo a lei de Bradford. Entre os artigos mais citados, destaca-se Shao *et al.* (2010) com média de citação anual de 11 artigos. Ele examina como a cultura afeta as políticas de

dividendos das empresas, contribuindo para questões ainda não resolvidas sobre esse tema. Por fim, a lei de Lotka aponta que 83% dos autores possuem apenas um único artigo publicado.

Por sua vez, a revisão sistemática aponta como objeto de interesse o estudo comparativo da política de distribuição de dividendos entre EMs e EDs. Por exemplo, risco político e tributação podem impactar o percentual de distribuição de dividendos entre ambos tipos de empresa. Nesse caso, torna-se relevante a compreensão da distinção de EMs – sendo aquelas que possuem investimentos em ativos reais no exterior - daquelas que possuem a maior parte de sua receita decorrente de exportações. Tanto as EMs, quanto as EDs podem ter suas receitas originadas em moeda nacional ou outras. Assim, outro aspecto relevante é a análise dos instrumentos de governança corporativa em países em que se encontram instalados os ativos das EMs.

Quanto às limitações desse estudo, os resultados apresentados referem-se ao conjunto de artigos dos periódicos que atendem aos critérios de seleção estabelecidos e à base de dados utilizada (WoS). Além disso, a análise de artigos exclusivamente com testes empíricos pode ter excluído o exame de estudos com modelagem matemática, pesquisas e ensaios que também possuam contribuições relevantes. Dessa forma, sugere-se a ampliação deste estudo, desconsiderando os fatores limitantes mencionados, bem como a inclusão de cenários atípicos - como os provocados pela Covid-19. Recomenda-se ainda a investigação sobre o uso de métodos computacionais na análise de políticas de distribuição de dividendos. Referida pandemia pôs um aparente freio no processo de globalização, dificultando a logística internacional e dependência de fornecedores únicos. Tal fato compele a aproximação da produção dos insumos às indústrias transformadoras e aos consumidores locais.

## Referências

- Aggarwal, R., Berril, J., Hutson, E., & Kearney, C. (2011). What is a multinational company? Classifying the degree of firm-level multinationality. *International Business Review*, 20(5), 557-577. <https://doi.org/10.2139/ssrn.900522>
- Akhtar, S. (2018a). Dividend policies across multinational and domestic corporations - an international study. *Accounting and Finance*, 58(3), 669-695. <https://doi.org/10.1111/acfi.12179>
- Akhtar, S. (2018b). Dividend payout determinants for Australian multinational and domestic corporations. *Accounting and Finance*, 58(1), 11-55. <https://doi.org/10.1111/acfi.12137>
- Alexander Jr, J.C., & Mabry, R.H. (1994). Relative significance of journals, authors, and articles cited in financial research. *Journal of Finance*, 49(2), 697-712. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb05158.x>
- Bahreini, M., & Adaoglu, C. (2018). Dividend payouts of travel and leisure companies in Western Europe: an analysis of the determinants. *Tourism Economics*, 24(7), 801-820. <https://doi.org/10.1177/1354816618780867>
- Baker, H.K., Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., & Azeez, A.A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2-20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>
- Banks, M.G. (2006). An extension of the Hirsch index: Indexing scientific topics and compounds. *Scientometrics*, 69(1), 161-168. <https://doi.org/10.1007/s11192-006-0146-5>
- Barboza, F., Kimura, H., Sobreiro, A.V., & Basso, L.F.C. (2016). Credit risk: from a systematic literature review to future directions. *Corporate Ownership & Control*, 13(3), 326-346. <https://doi.org/10.22495/cocv13i3c2p6>
- Banco Central do Brasil – BCB (2019). *Direct investment report*. Retrieved from <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid>.

Bellak, C., & Leibrecht, M. (2010). Does lowering dividend tax rates increase dividends repatriated? Evidence of intrafirm cross-border dividend repatriation policies by german multinational enterprises. *Finanzarchiv*, 24, 27-45. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1672689>

Borokhovich, K.A., Bricker, R.J., Brunarski, K.R. & Simkins, B.J. (1995). Finance research productivity and influence. *Journal of Finance*, 50 (5), 1691–717. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05193.x>

Borokhovich, K.A., Bricker, R.J. & Simkins, B.J. (2000). An analysis of finance journal impact factors. *Journal of Finance*, 55(3), 1457–1469. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00254>

Booth, A. D. A. (1967). A “law” of occurrences for words of low frequency. *Information and Control*, 10(4), 386-393. [https://doi.org/10.1016/S0019-9958\(67\)90201-X](https://doi.org/10.1016/S0019-9958(67)90201-X)

Bradford, S.C. (1934). Sources of information on scientific subjects. *Engineering: An Illustrated Weekly Journal*, 137, 85-86. <https://doi.org/10.1177/016555158501000407>

Breuer, W., Rieger, M.O., & Soypak, K.C. (2014). The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*, 42, 247-265. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.001>

Breuer, W., Rieger, M.O., & Soypak, K.C. (2017). Corporate cash holdings and ambiguity aversion. *Review of Finance*, 21(5), 1933-1974. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw025>

Brockman, P., & Unlu, E. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1610-1625. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.014>

Brockman, P., Tresl, J., & Unlu, E. (2014). The impact of insider trading laws on dividend payout policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 263-287. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.002>

Brookes, B.C. (1969). Bradford's law and the bibliography of science. *Nature*, 222, 953-956. <https://doi.org/10.1038/227631a0>

Chung, K.H., & Cox, R.A.K. (1990). Patterns of productivity in the finance literature: a study of the bibliometric distributions. *Journal of Finance*, (45)1, 301-309. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05095.x>

Currie, R.R., & Pandher, G.S. (2011). Finance journal rankings and tiers: an active scholar assessment methodology. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 7–20. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.034>

Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., Azeez, A.A., Jayarathne, P.G.S.A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V.A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>

Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659. Retrived from <https://www.jstor.org/stable/1805130?seq=1>

Ellsberg, D. (1961). Risk, ambiguity, and the savage axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75(4), 643-669. <https://doi.org/10.2307/1884324>

Fairthorne, R.A. (1969). Empirical hyperbolic distribution (Bradford – Zipf – Mandelbrot) for bibliometric description and prediction. *Journal of Documentation*, 25(4), 521-534. <https://doi.org/10.1108/eb026481>

Glendening, M., Khurana, L.K., & Wang, W. (2016). The market for corporate control and dividend policies: cross-country evidence from M&A laws. *Journal of international Business Studies*, 47(9), 1106-1134. <https://doi.org/10.1057/s41267-016-0028-x>

Goffman, W. (1971). A mathematical method for analyzing the growth of a scientific discipline. *Journal of Association for Computing Machinery*, 18(2), 173–185. <https://doi.org/10.1145/321637.321640>

Gordon, M.J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <http://dx.doi.org/10.2307/1927792>

Gordon, M.J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 28(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>

Guedes, V.L.S. (2012). A bibliometria e a gestão da informação e do conhecimento científico e tecnológico: uma revisão da literatura. *Ponto de Acesso*, 6(2), 74-109 <https://doi.org/10.9771/1981-6766rpa.v6i2.5695>

Hardin III, W., & Hill, M.D. (2008). REIT dividend determinants: excess dividends and capital markets. *Real Estate Economics*, 36(2) 349-369. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2008.00216.x>

Harju, J., & Kari, S. (2017). Dividend taxes and decisions of MNEs: evidence from a Finnish tax reform. *Cesifo Economic Studies*, 63(1), 45-77. <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifw001>

Hirsch, J.E. (2010). An index to quantify an individual's scientific research output that takes into account the effect of multiple coauthorship. *Scientometrics*, 85, 741-754. <https://doi.org/10.1007/s11192-010-0193-9>

Huang, T., Wu, F., Yu, J., Zhang, B. (2015). Political risk and dividend policy: evidence from international political crises. *Journal of International Business Studies*. 46(5), 574-595. <https://doi.org/10.1057/jibs.2015.2>

Kim, E. H., Morse, A., & Zingales, L. (2009). Are elite universities losing their competitive edge?. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 353-81. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.007>

Kim, J., & Jang, S. (2010). Dividend behavior of lodging firms: Heckman's two-step approach. *International Journal of Hospitality Management*, 29(3), 413-420. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.08.009>

- Kim, J., & Jeon, Y. (2015). Dividend policy and corporate social responsibility: a comparative analysis of multinational enterprise subsidiaries and domestic firms in Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(2), 306-319. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1021605>
- Kopits, G.G. (1972). Dividend remittance behavior within international firm - cross-country analysis. *Review of Economics and Statistics*, 54(3), 339-342. <https://doi.org/10.2307/1937999>
- Kumar, S., Sureka, R., & Colombage, S. (2019). Capital structure of SMEs: a systematic literature review and bibliometrics analysis. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00625.x>
- Lai, K. M. Y., Saffar, W., Zhu, X., & Liu, Y. (2020). Political institutions, stock market liquidity and firm dividend policy: Some international evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100180>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Lotka, A.J. (1926). The frequency distribution of scientific productivity. *Journal of the Washington Academy of Sciences*, 16(12), 317-323.
- Martinez, L.B., Scherger, & V., Guercio, M.B. (2018). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105-132. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387>
- Merigo, J.M., & Yang, J. (2017). Accounting research: a bibliometric analysis. *Australian Accounting Review*, 27(1), 71-100. <https://doi.org/10.1111/auar.12109>
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, (34)4, 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Organization for Economic Cooperation and Development - OECD. (2012). *The OECD's relations with its key partners*. Retrieved from <https://www.oecd.org/general/50452501.pdf>

Pao, M.L. (1978). Automatic text analysis based on transition phenomena of word occurrences. *Journal of the American Society for Information Science*, 29(3), 121-124, <https://doi.org/10.1002/asi.4630290303>

Pieloch-Babiarz, A. (2019). Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Ekonomia I Prawo-Economics and Law*, 18(3), 317-330. <https://doi.org/10.12775/EiP.2019.022>

Pieloch-Babiarz, A. (2020). Characteristics identifying the companies conducting different dividend policy: evidence from Poland. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(1), 63-85. <https://doi.org/10.24136/eq.2020.004>

Rangvid, J., Schmeling, M., & Schrimpf, A. (2014). Dividend predictability around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1255-1277. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000477>

Shao, L., Kwok, C.C.Y., Guedhami, O. (2010). Is National Culture a Missing Piece of the Dividend Puzzle. *Journal of International Business Studies*, 46(1), 1391-1414. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.74>

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

Tahir, M., Ibrahim, H., Zulkafli, Ab. H., & Mushtaq, M. (2020). Influence of exchange rate fluctuations and credit supply on dividend repatriation policy of U.S. multinational corporations. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 9, 267-290. <https://doi.org/10.2478/jcbtp-2020-0031>

Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>



World Bank (2019). *Classifying countries by income*. Retrieved from <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/stories/the-classification-of-countries-by-income.html>.

World Bank (2020). *Trading for development in the age of global value chain*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2020>.

Zipf, G.K. (1949). *Human behavior and the principle of least effort: an introduction to human ecology*. Cambridge, Mass: Addison-Wesley Press.

### 3. O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS MULTINACIONAIS E DOMÉSTICAS

#### Resumo

Este estudo destaca-se por analisar o impacto de uma companhia ser multinacional (EM) ou doméstica (ED) na sua política de distribuição de dividendos, bem como do efeito moderador de mecanismos de governança corporativa das EMs nos seus índices de *payout*. Para tanto, considera-se uma amostra de 3,397 companhias (40,310 observações) de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos países parceiros-chave da OECD - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. Os dados são obtidos entre 2008 e 2019, a partir das bases da Capital IQ Pro, Bloomberg e PRS Group. As análises são realizadas por meio de modelos de regressão logística e com dados censurados. Os resultados dos testes confirmam as hipóteses H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos e H2 - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs. As EMs aproveitam os excessos de caixa para reinvestir em projetos próprios. Já as EDs preferem distribuir o lucro obtido no período aos seus acionistas. Além disso, a propriedade de ações pelos gestores das EMs inverte essa relação, aumentando sua probabilidade de distribuição de dividendos. Tais resultados contribuem para as decisões corporativas das multinacionais – ao considerar riscos políticos e carga tributária – em reter e reinvestir ou em distribuir seus lucros aos acionistas.

**Palavras-chave:** Política de dividendos, Governança corporativa, Empresas multinacionais, Empresas domésticas, Logit, Tobit

### 3.1. Introdução

Ao longo da última década, a análise sobre a política de distribuição de dividendos limita-se, basicamente, aos seus determinantes tradicionais - dividendos passados, tributos, ganhos, risco de negócios, estrutura de propriedade, alavancagem, tamanho, fluxo de caixa livre, lucratividade, oportunidades de investimento e crescimento, ciclo de vida da empresa, liquidez, gênero e experiência dos gestores, estrutura de propriedade, governança corporativa etc. Entretanto, há poucos estudos que analisem eventuais diferenças na política de distribuição de dividendos entre empresas multinacionais (EMs) e domésticas (EDs) (Bahreini & Adaoglu, 2018; Dewasiri *et al.*, 2019; Wu *et al.*, 2020).

Há uma distinção óbvia entre ambas empresas. EMs efetuam a gestão de ativos e receitas estrangeiras. Essa característica específica das EMs pode levá-las a uma maior exposição ao risco político global. Por outro lado, é possível que EMs tenham melhor acesso ao financiamento externo, menor risco de falência e maior porte. Assim, trata-se de uma questão empírica se a política de distribuição de dividendos das EMs é mais sensível ao risco político ou não (Huang *et al.*, 2015).

Por sua vez, para Akhtar (2018a, 2018b), além do risco político, há outros fatores empíricos que impactam de forma distinta a política de distribuição de dividendos de EMs e EDs, destacando-se risco cambial, ambiente regulatório, sistema tributário diversificação geográfica e industrial. De fato, EMs são mais expostas ao risco associado a esses fatores, uma vez que elas estão - geograficamente - mais distantes da matriz que as EDs. Por outro lado, EMs têm mais acesso a diferentes mercados, permitindo que elas reduzam a distribuição de dividendos em caso de dificuldade financeira. Huang *et al.* (2015) e Akhtar (2018a, 2018b) identificam que EMs distribuem menos dividendos que EDs, devido à política tributária e à exposição das EMs aos riscos políticos dos países nos quais suas subsidiárias se localizam, sobretudo.

Entre os determinantes tradicionais de governança corporativa, se sobressaem questões relacionadas à política de remuneração dos executivos, independência e diversidade dos membros do conselho de administração. A principal teoria relacionada sobre esse tema – teoria de agência – indica que a presença desses instrumentos contribui para uma maior distribuição de dividendos. Entretanto, tais estudos não consideram eventuais diferenças desses instrumentos entre EMs e EDs. Existe a possibilidade de que a presença desses instrumentos

mitigue a redução do índice de *payout* das EMs, face aos riscos às quais elas estão expostas (Atanassov & Mandell, 2018; Yet *et al.*, 2019; Ding *et al.*, 2020; Ain *et al.*, 2021; Trinh *et al.*, 2021).

Tanto a política de distribuição de dividendos, quanto a remuneração dos executivos baseada em ações, reduzem os custos de agência. A primeira diminui o fluxo de caixa livre da empresa à disposição dos gestores, enquanto que a segunda alinha os interesses desses aos dos acionistas. Como um alto valor de remuneração dos executivos reduz os lucros a serem distribuídos na forma de dividendos, espera-se uma relação negativa entre ambos (Jensen, 1986). Entretanto, quando os dividendos são vistos como uma remuneração extra aos executivos, espera-se uma relação positiva entre o índice de *payout* e o provento variável dos executivos.

Quanto às características do conselho de administração, a presença de membros externos caracteriza sua maior independência, contribuindo para um maior índice de *payout*. Por sua vez, diversos estudos destacam o fato de que a heterogeneidade de gênero estimula a distribuição de dividendos, protegendo os interesses dos acionistas (Chen *et al.*, 2017; Usman *et al.*, 2018; Ain *et al.*, 2021; Trinh *et al.*, 2021).

Outros aspectos relevantes estão relacionados aos riscos políticos e mudanças tributárias. Os primeiros são realçados nas crises globais. Elas aumentam a percepção do mercado sobre a existência de incerteza, o que finda por elevar o custo do financiamento externo. Tais eventos também afetam a política de dividendos das empresas, sendo mais pronunciados em EMs. Já as mudanças nas alíquotas tributárias sobre dividendos ou ganhos de capital provocam alterações nas decisões do investidor, assim como nos preços das ações no mercado de capitais (Baker & Powell, 2009; Huang *et al.*, 2015; Badenhurst, 2017; Li *et al.*, 2017; Aggarwal & Tiwary, 2019)

Assim, este estudo diferencia-se dos demais por verificar se as características específicas de EMs impactam negativamente sua distribuição de dividendos, bem como se a presença de instrumentos de governança corporativa mitiga esse efeito. As hipóteses decorrentes desses objetivos são: *H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos e H2 - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs.*

Adicionalmente, é analisado se há variações entre os determinantes da distribuição de dividendos entre EMs e EDs. Para tanto, analisa-se uma amostra composta por companhias de capital aberto dos países parceiros-chave da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul - entre 2008 e 2019. Os dados são obtidos a partir da base da Capital IQ. As hipóteses são verificadas por meio de modelos Logit e Tobit de regressão.

### **3.2 Revisão de literatura**

Entre as teorias que buscam compreender a política de dividendos, destacam-se a teoria da irrelevância dos dividendos (Miller & Modigliani, 1961), sinalização (Spence, 1973) e a pássaro na mão (Lintner, 1962; Gordon, 1963). Para Miller e Modigliani (1961), tendo como premissa a existência de um mercado perfeito, a política de distribuição de dividendos é irrelevante aos investidores. Segundo os autores, o valor de uma empresa depende apenas do fluxo gerado por seus ativos e do risco econômico a eles associados. Assim, a maneira como esse fluxo é dividido entre dividendos e lucros retidos é irrelevante na criação de valor.

Por sua vez, a teoria da sinalização, apresentada por Spence (1973), se opõe à existência de um mercado perfeito em que todos os agentes possuem o mesmo nível de informação sobre os ativos do mercado de capitais. Em sua origem, o autor apresenta um exemplo em que o nível educacional do indivíduo serve como sinal para o mercado de trabalho. Dessa forma, um trabalhador de alta produtividade possui maior probabilidade de ter um nível de escolaridade melhor. Posteriormente, a teoria da sinalização é utilizada para verificar fenômenos ocorridos no mercado financeiro, como o pagamento de dividendos e ganhos de capital por parte dos acionistas.

Uma vez que o investidor possui conhecimento sobre o mercado de capitais, inicia-se a interpretação dos sinais apresentados pelas companhias. O fluxo de pagamento de dividendos é um indicador de saúde financeira e rentabilidade. A política de dividendos atua como sinal de que as empresas gozam de boa saúde financeira, não podendo ser imitada por todo o mercado por ser uma sinalização cara para aqueles que não podem suportar os custos dessa política no longo prazo. As EMs possuem política de distribuição de dividendos mais consistente ao longo do tempo que as EDs. Logo, elas devem pagar menos dividendos que EDs (Kim & Jang, 2010; Pieloch-Babiarz, 2020).

De acordo com a teoria do pássaro na mão - de Lintner (1962) e Gordon (1963) - é mais interessante ao acionista receber de imediato os dividendos e não esperar por ganhos de capital no futuro. Estudos recentes afirmam que há uma maximização do valor da empresa decorrente da distribuição significativa de dividendos. As EMs distribuem mais lucros que as EDs, a fim de mitigar conflitos de agência (Fama & French, 2001; Denis & Osobov, 2008).

Segundo Im (2021), EMs possuem características opostas às EDs em diversos aspectos. Elas tendem a possuir mais ativos, contratar mais colaboradores e exibir maior produtividade, lucratividade e valor de mercado. EMs também pagam salários maiores, são mais inovadoras e utilizam mais capital per capita do que EDs. Assim, EMs tendem a reter mais fluxo de caixa operacional e, conseqüentemente, distribuem menos dividendos.

Collins e Shackelford (1998) e Huang *et al.* (2015) corroboram com esse argumento. Segundo os autores, o risco político faz com as EMs expandam suas reservas de caixas no presente, devido à incerteza sobre sua geração no futuro. Os negócios das EMs são mais suscetíveis aos efeitos das crises políticas globais que os das EDs. Além disso, Akhtar (2018a, 2018b) e Attig *et al.* (2021) apontam que quanto maior o risco político e a carga tributária do país da subsidiária, menor a distribuição dos dividendos da EMs.

Esses aspectos suportam a H1 deste estudo - *Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos*, bem como reforçam a necessidade de verificação se os instrumentos de governança corporativa podem mitigar esses efeitos, embasando a H2 - *Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs*. Nesse estudo, adota-se o mesmo conceito de EMs dos estudos de Michel e Shaked (1986), Allen e Pantzalis (1996), Aggarwal *et al.* (2011), Akhtar (2018a, 2018b) e Im (2021). EMs são aquelas que possuem mais de 25% de sua receita de vendas originadas em subsidiárias no exterior e mais de 2 subsidiárias fora do país de origem.

Sobre os instrumentos de governança corporativa, Jensen (1986) destaca que uma maior remuneração dos executivos eleva o custo de agência; porém, sendo capaz de reduzir o conflito de interesses entre gestores e acionistas. A distribuição de dividendos também aumenta o custo de agência, uma vez que reduz o fluxo de caixa livre da empresa, acarretando numa relação negativa entre proventos dos gestores e índice de *payout*. Entretanto, caso essa remuneração

seja baseada em ações, ela contribui para o aumento da distribuição de dividendos das empresas (Jensen *et al.*, 1992; Ding *et al.*, 2020). Dessa forma, verifica-se que uma maior participação dos gestores na estrutura de propriedade da empresa contribui para o aumento da distribuição de dividendos das multinacionais (H2).

Por sua vez, a existência de um conselho administrativo independente promove a distribuição de dividendos. Segundo Setia-Atmaja *et al.* (2009), Yarram & Dollery (2015) e Tahir & Mushtaq (2016), conselheiros independentes são mais eficazes no controle dos conflitos de agência das empresas, desempenhando um papel importante na proteção à expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores. Logo, tem-se que um maior percentual de conselheiros independentes contribui para o aumento da distribuição de dividendos das multinacionais (H2).

Outro instrumento relevante de governança corporativa refere-se à diversidade de gênero no conselho administrativo. A presença de mulheres melhora a qualidade das discussões sobre problemas de decisão complexos. Elas trazem pontos de vista diferentes e às vezes conflitantes, melhorando assim o conjunto de informações disponíveis ao conselho. Além disso, conselhos com mulheres se envolvem de forma mais competitiva nas tomadas de decisão, evitando deliberações unânimes, bem como conflitos de agência - uma vez que elas defendem os interesses dos *stakeholders* (Miller & Triana, 2009; Gul *et al.*, 2011; Byoun *et al.*, 2016; Pucheta-Martinez & Bel-Oms, 2016; Chen *et al.*, 2017; Ain *et al.*, 2021). Diante do exposto, verifica-se que um maior percentual de mulheres no conselho de administração contribui para o aumento da distribuição de dividendos das multinacionais (H2).

Quanto às variáveis de controle das empresas, segundo Lintner (1956), gestores sentem-se mais confortáveis pagando dividendos quando a empresa apresenta maior retorno sobre seus investimentos. Além disso, os próprios acionistas esperam dividendos maiores quando a empresa possui maior rentabilidade. Quanto ao tamanho, empresas maiores tendem a ter mais acesso aos mercados financeiros, menores custos de financiamento e emissão, o que contribui para a distribuição de dividendos. Assim, espera-se uma relação positiva entre ambas variáveis e o índice de *payout*. Com relação às dívidas, Jensen *et al.* (1992) afirmam que empresas altamente alavancadas são propensas a distribuir menos dividendos porque necessitam de caixa para amortizá-las junto aos credores. Assim, alavancagem e distribuição de dividendos podem

ser alternativas na mitigação dos problemas da agência uma vez que reduzem o fluxo de caixa livre das empresas (Ding *et al.*, 2020; Ain *et al.*, 2021; Attig *et al.* 2021)

Por sua vez, incertezas políticas influenciam a distribuição de dividendos, uma vez que elas podem contribuir para gerar mais assimetria de informação nos mercados (Farooq & Ahmed, 2019). Para La Porta *et al.* (2000), períodos caracterizados por eventos de grande assimetria informacional aumentam a expectativa dos índices de *payout*. Já Huang *et al.* (2015) demonstram que o impacto do risco político sobre a distribuição de dividendos é maior para EMs. Entretanto, países que possuem regras de proteção ao investidor mais severas e sistemas políticos mais estáveis agem como fatores mitigantes desse risco. Tal fato caracteriza uma relação negativa entre risco político e distribuição de dividendos.

Por fim, segundo Pattenden e Twite (2008), a tributação do recebimento de dividendos pelas pessoas físicas sugere um aumento na sua probabilidade de distribuição pelas empresas. Entretanto, no caso do Brasil, não há incidência de tributos no pagamento de dividendos, diferentemente de outros países. As distinções de políticas tributárias entre países fazem dos tributos um determinante relevante da política de distribuição de dividendos de EMs, sobretudo. Assim, há uma relação negativa entre tributos e política de distribuição de dividendos.

As Tabelas 13 e 14 apresentam uma síntese dos resultados de estudos de modelos de Logit e Tobit de regressão, respectivamente. Em ambas tabelas, a variável dependente refere-se ao pagamento de dividendos, sendo uma *dummy* no caso da Tabela 13 e índice de *payout* no caso da Tabela 14. A descrição das variáveis está apresentada na Tabela 15.

Com relação aos estudos empíricos apresentados na Tabela 13, Huang *et al.* (2015) apontam que EMs distribuem mais dividendos - ao contrário do esperado - e que são impactadas negativamente por riscos políticos, o que contribui para redução da distribuição de dividendos. Já Geiler e Renneboog (2016) e Yet *et al.* (2019) indicam que a remuneração variável dos chief executive officers (CEOs), presença de conselheiros independentes e do gênero feminino estimulam a distribuição de dividendos. Em oposição a ambos estudos, Ding *et al.* (2020) verificam que a remuneração baseada em ações dos CEOs e demais executivos reduz a distribuição de dividendos. Quanto às variáveis de controle, elas apresentam comportamento de acordo com o esperado.



**Tabela 13 – Resultados estudos empíricos com modelo Logit**

Variáveis	TV	TF	SE	Huang <i>et al.</i> (2015)		Geiler e Renneboog (2016)		Yet <i>et al.</i> (2019)		Ding <i>et al.</i> (2020)	
				Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig
MULT	VI	AS	-	+	10%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEOC	VI	AG	+	n/a	n/a	+	1%	n/a	n/a	-	1%
MANC	VI	AG	+	n/a	n/a	-	s/s	n/a	n/a	-	1%
INDEP	VI	AG	+	n/a	n/a	n/a	n/a	+	1%	n/a	n/a
WOM	VI	AG	+	n/a	n/a	n/a	n/a	+	1%	n/a	n/a
ROA	VC	(a)	+	+	1%	n/a	n/a	+	1%	+	5%
SIZ	VC	(a)	+	+	1%	n/a	n/a	+	1%	+	1%
LEV	VC	(a)	-	n/a	n/a	n/a	n/a	-	s/s	-	1%
POL	VC	(a)	-	-	5%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
TAX	VC	(a)	-	n/a	n/a	-	s/s	n/a	n/a	n/a	n/a

Notas: TV = Tipo de variável; TF = Teoria de finanças; SE = Sinal esperado; VI = Variável independente; VC = Variável de controle; AG = Teoria de agência; AS = Assimetria informacional; Sig = Significância; n/a= Não aplicável; s/s = Sem significância; (a) = Os sinais esperados das variáveis de controle são suportados e justificados pelos estudos empíricos apresentados no estudo.

Sobre a Tabela 14, Collins e Shackelford (1998) verificam que EMs distribuem mais dividendos que EDs - ao contrário do esperado. Já Saeed e Sameer (2017) e Ding *et al.* (2020) afirmam que a remuneração variável de CEOs e demais executivos diminuem a distribuição de dividendos. Essa mesma relação negativa é obtida por Mustafa *et al.* (2020) sobre a participação de mulheres no conselho de administração. Tais resultados se opõem ao referencial teórico apresentado. Quanto às variáveis de controle, a maioria delas apresenta resultados de acordo com o esperado.

**Tabela 14 – Resultados estudos empíricos com modelo Tobit**

Variáveis	TV	TF	SE	Collins e Shackelford (1998)		Saeed e Sameer (2017)		Ding <i>et al.</i> (2020)		Mustafa <i>et al.</i> (2020)	
				Sinal	Sig	Sinal	Sinal	Sinal	Sig	Sinal	Sig
MULT	VI	AS	-	+	1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEOC	VI	AG	+	n/a	n/a	-	s/s	-	5%	n/a	n/a
MANC	VI	AG	+	n/a	n/a	-	s/s	-	5%	n/a	n/a
INDEP	VI	AG	+	n/a	n/a	n/a	1%	n/a	n/a	n/a	n/a
WOM	VI	AG	+	n/a	n/a	n/a	1%	n/a	n/a	-	10%
ROA	VC	(a)	+	n/a	n/a	+	1%	+	1%	+	1%
SIZ	VC	(a)	+	n/a	n/a	-	5%	-	1%	+	1%
LEV	VC	(a)	-	n/a	n/a	-	s/s	-	1%	-	1%
POL	VC	(b)	-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
TAX	VC	(a)	-	-	1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Notas: TV = Tipo de variável; TF = Teoria de finanças; SE = Sinal esperado; VI = Variável independente; VC = Variável de controle; AG = Teoria de agência; AS = Assimetria informacional; Sig = Significância; n/a= Não

aplicável; s/s = Sem significância; (a) = Os sinais esperados das variáveis de controle são suportados e justificados pelos estudos empíricos apresentados no estudo; (b) O sinal negativo esperado da variável risco político é suportado pelos estudos empíricos de Huang *et al.* (2015) e Akhtar (2018a, 2018b).

### 3.3 Metodologia

A amostra inicial é composta por 10,147 companhias (120,450 observações) de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos países parceiros-chave da OECD - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. O período analisado é de 2008 a 2019 – havendo a exclusão dos efeitos da pandemia da Covid-19. Os critérios de evolução para a amostra final de 3,397 companhias (40,310 observações) estão apresentados na Tabela 15.

**Tabela 15 – Evolução da amostra final**

Descrição	Companhias	Observações
Amostra inicial	10,147	120,450
(-) Patrimônio líquido negativo	(2,598)	(30,849)
(-) Companhias da indústria financeira	(1,747)	(20,741)
(-) Companhias com total de ativo inferior a US\$ 1 milhão	(2,405)	(28,550)
(=) Amostra final	3,397	40,310

Os dados são obtidos a partir das bases da Capital IQ Pro e Bloomberg, com exceção do rating de risco político. Este é extraído do PRS Group – International country risk - Table 3B: Political risk points by components. O rating atribuído aos países varia entre 0 (maior risco) e 100 (menor risco). Por sua vez, as hipóteses desse estudo são verificadas por meio de testes de estatística descritiva, análise de correlação e regressões logística (Logit) e com dados censurados à esquerda (Tobit) – devido ao volume de índices de *payout* iguais a zero – vide Equação 8. Realiza-se ainda um teste de robustez por meio de um modelo Ordinary Least Squares (OLS) com dados empilhados e não censurados. Os dados são winsorizados entre 2.5% e 97.5%. A descrição das variáveis está apresentada na Tabela 17.

$$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MULT_{it} + \alpha_2 (MULT_{it} * GOV_{it}) + \alpha_3 Firm\ controls_{it} + \alpha_4 Country\ controls_{kt} + \theta_{kt} + \mu_{ikt} \quad (8)$$

Em que:

DIV = Distribuição de dividendos; MULT = Multinacional; GOV = Remuneração do CEO, Remuneração dos gestores, Independência e diversidade de gênero do conselho; Firm controls = ROA, Tamanho e Alavancagem; Country controls = Risco político e Alíquota tributária, i = empresa; t = tempo; k = país;  $\theta_{kt}$  = efeito país-ano;  $\mu_{ikt}$  = resíduos.

O modelo Logit é utilizado para as variáveis dependentes binárias desse estudo - *dividend payment dummy* (DPD) e *dividend yield dummy* (DYD). Já o modelo Tobit é aplicado para as

variáveis dependentes que são métricas - *total payout index* (TPI), *stock payout index* (SPI) e *dividend yield index* (DYI). Referido modelo – também denominado de solução de canto - deve ser adotado quando a variável dependente de uma regressão linear é censurada, em um determinado intervalo, possuindo grande concentração no valor zero. Porém, ela é distribuída de forma contínua para os demais valores positivos – como no caso da distribuição de dividendos (Cameron, & Trivedi, 2010; Wooldridge, 2019). Ainda sobre os modelos que têm variáveis dependentes métricas, aplica-se sobre eles um teste de robustez via regressão com dados empilhados/*pooled*.

Quanto ao modelo Logit, seus coeficientes são estimados por meio do método de máxima verossimilhança, havendo as seguintes premissas para sua adoção: ausência de heterocedasticidade e de multicolinearidade elevada entre as variáveis explicativas (Hair *et al.*, 2018). Sobre a qualidade de ajuste do modelo, ela pode ser verificada via: a) pseudo coeficiente de determinação ( $R^2$ ), b) precisão preditiva - Hosmer-Lemeshow goodness-of-fit test e c) curva receiver operating characteristic (ROC).

Sobre o pseudo  $R^2$ , ele se assemelha ao coeficiente de determinação da regressão múltipla, porém, a forma de estimação dos parâmetros é diferente. Para a regressão logística utiliza-se o método da máxima verossimilhança com o intuito de maximizar a probabilidade de ocorrência de determinado evento. Quanto mais próximo de 1 o resultado do pseudo  $R^2$ , melhor é o ajuste do modelo.

Já a precisão preditiva analisa três medidas, sendo sensibilidade, especificidade e poder preditivo do modelo. A sensibilidade avalia o total de acertos que o modelo obtém em relação ao evento analisado – probabilidade de distribuição de dividendos. Quanto à especificidade, ela avalia o total de acertos em contraposição ao evento de interesse. Por fim, a capacidade de assertividade representa a qualidade geral do modelo.

Com relação ao teste da curva ROC, ele analisa a área sob a curva característica de operação do receptor. Assim, ao calcular a sensibilidade e a especificidade do modelo, é possível construir seu gráfico. Para sua interpretação, considera-se que quanto maior a área abaixo da curva de ROC, maior a capacidade de o modelo discriminar os eventos de interesse. Além disso, quanto mais próxima a curva ROC estiver da reta diagonal, pior o poder discriminatório do

modelo. Tais características podem ser interpretadas pelas classificações apresentadas na Tabela 16 (Hosmer *et al.*, 2013; Hair *et al.*, 2018).

**Tabela 16 – Classificação da curva ROC**

No.	Intervalo de classificação	Descrição
1	$ROC = 0.5$	Sem discriminação
2	$0.5 < ROC < 0.7$	Discriminação pobre
3	$0.7 \leq ROC < 0.8$	Discriminação aceitável
4	$0.8 \leq ROC < 0.9$	Discriminação excelente
5	$ROC \geq 0.9$	Discriminação extraordinária

Por sua vez, no modelo Tobit, o índice de *payout* possui uma censura no limite inferior da amostra, correspondendo ao valor zero - empresas que não distribuem dividendos. Não há limite superior para os valores positivos. Devido à quantidade de zeros na amostra, o modelo Tobit é mais adequado que o OLS sem dados censurados, uma vez que ele reduz a distorção da distribuição normal da amostra. Para identificação da melhor forma de análise dos dados – se em painel ou *pooled* – aplica-se o likelihood-ratio (LR) test.

Quanto aos testes de pós-estimativa do modelo Tobit, são verificados e corrigidos eventuais problemas de normalidade e heterocedasticidade dos resíduos. Por fim, são verificados os efeitos marginais do modelo. Tais efeitos revelam qual é a variação da variável dependente em função da mudança de uma variável independente específica. Em outras palavras, ele informa a probabilidade de uma empresa - não-distribuidora de dividendos - distribuir dividendos (Cameron & Trivedi, 2010).

Por fim, a título de teste de robustez, é feita uma análise dos dados da amostra via modelo de regressão OLS. À semelhança do modelo Tobit – verifica-se antes qual é a melhor forma de análise dos dados – se em painel ou *pooled*. Depois, são realizados os testes de pós-estimação relacionados aos seus resíduos - ausência de heterocedasticidade e de multicolinearidade elevada entre as variáveis explicativas (Hair *et al.*, 2018)

Tabela 17 – Descrição das variáveis

Sigla	Nome	SE	Fórmula	Componentes	Referências
<b>Variáveis dependentes (DIV)</b>					
TPI	<i>Total payout index</i>	n/a	$TPI = DPT1 / LLT0$	DPT1 = Dividendos pagos totais do ano atual LLT0 = Lucro líquido total do ano anterior	Akhtar (2018a, 2018b); Mustafa <i>et al.</i> (2020)
DPD	<i>Dividend payment dummy</i>	n/a	DPD = <i>Dummy</i> de pagamento de dividendos	1 = Se a empresa paga dividendos no ano atual 0 = Se a empresa não paga dividendos no ano atual	Huang <i>et al.</i> (2015); Akhtar (2018a, 2018b); Yet <i>et al.</i> (2019)
SPI	<i>Stock payout index</i>	n/a	$SPI = DPA / LPA$	DPA = Dividendos pagos por ação do ano atual LPA = Lucro por ação do ano atual	Al-Malkawi (2007)
DYI	<i>Dividend yield index</i>	n/a	$DYI = DPA / PA$	DPA = Dividendos pagos por ação no ano atual PA = Preço da ação no ano atual	Thompson e Manu (2021), Athari (2022)
DYD	<i>Dividend yield dummy</i>	n/a	DYD = <i>Dummy</i> de <i>dividend yield</i>	1 = Se o <i>dividend yield</i> é positivo no ano atual 0 = Se o <i>dividend yield</i> é igual a zero no ano atual	Thompson e Manu (2021), Athari (2022)
<b>Variáveis independentes</b>					
MULT	<i>Multinational dummy</i>	-	MULT = <i>Dummy</i> de empresas multinacionais	1 = Se a empresa possui uma relação entre receita de vendas das subsidiárias no exterior e receita de vendas total acima de 25% e presença em mais de 2 países 0 = Se ao contrário	Tallman & Li (1996); Lu & Beamish (2001); Bausch & Krist (2007); Huang <i>et al.</i> (2015); Akhtar (2018a, 2018b)
CEOC	<i>CEO compensation</i>	+	$CEOC = RV / RT$	RV = Remuneração variável baseada em ações RT = Remuneração total	Ding <i>et al.</i> (2020); Zhang (2018)
MANC	<i>Managerial compensation</i>	+	$MANC = QAD / QTA$	QAD = Quantidade de ações que pertencem aos diretores QTA = Quantidade total de ações	Saeed & Sameer (2017); Nazar (2021)
WOM	<i>Board woman percentage</i>	+	$WOM = QCM / QTC$	QCM = Quantidade de conselheiros que são mulheres QTC = Quantidade total de conselheiros	Saeed & Sameer (2017); Mustafa <i>et al.</i> (2020); Yet <i>et al.</i> (2019)
INDEP	<i>Board independence percentage</i>	+	$INDEP = QCI / QTC$	QCI = Quantidade de conselheiros independentes QTC = Quantidade total de conselheiros	Saeed & Sameer (2017); Nazar (2021)

Tabela 17 – Descrição das variáveis (continuação)

Sigla	Nome	SE	Fórmula	Componentes	Referências
<b>Variáveis de controle</b>					
ROA	<i>Return on asset</i>	+	ROA = EBIT / AT	EBIT = Lucro antes de juros e imposto de renda AT = Ativo total	Saeed & Sameer (2017); Bahreini <i>et al.</i> (2018)
SIZ	<i>Size</i>	+	SIZ = Ln AT	Ln = Logaritmo neperiano AT = Ativo total	Saeed & Sameer (2017); Akhtar (2018a, 2018b); Baker <i>et al.</i> (2019); Mustafa <i>et al.</i> (2020)
LEV	<i>Leverage</i>	-	LEV = DT / AT	DT = Dívida total AT = Ativo total	Saeed & Sameer (2017); Akhtar (2018a, 2018b); Ding <i>et al.</i> (2020); Mustafa <i>et al.</i> (2020)
POL	<i>Political risk (a)</i>	-	$POL = \sum_{SUB_1}^{SUB_n} [RAT * (VS/VT)]$	SUB = Subsidiária de cada país RAT = <i>Rating</i> do risco político (b) VS = Vendas de cada subsidiária VT = Vendas totais	Huang <i>et al.</i> (2015); Akhtar (2018a, 2018b)
TAX	<i>Taxes</i>	-	TAX = IP / EBT	IP = Imposto pago EBT = Ganhos antes dos impostos	Graham <i>et al.</i> (1998); Graham (2000); Charalambakis <i>et al.</i> (2008)

Notas:

- (a) A variável de risco político é calculada somente para as EMs. Ela pondera o rating do risco político - dos países nos quais as subsidiárias estrangeiras estão localizadas - pela proporção de suas vendas, em relação às vendas totais da EM.
- (b) O *rating* é composto por 12 componentes, sendo: 1) Estabilidade do governo, 2) Condições socioeconômicas, 3) Perfil de investimento, 4) Conflitos internos, 5) Conflitos externos, 6) Corrupção, 7) Militares na política, 8) Tensões religiosas, 9) Lei e ordem, 10) Tensões étnicas, 11) Responsabilidade democrática, 12) Qualidade da burocracia.

### 3.4 Análise dos resultados

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva dos dados das subamostras (EM e ED), bem como da amostra total. Verifica-se que a subamostra das EDs possui média de pagamentos de dividendos maior que a das EMs para as três variáveis dependentes. Tal fato corrobora a relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos - apresentada na H1. Este resultado pode ser uma indicação de que as EMs enfrentam mais riscos que as EDs – em decorrência de suas operações internacionais. Assim, elas possuem fluxos de caixas mais voláteis, o que gera uma eventual redução na distribuição de dividendos.

Outro aspecto a ser destacado é que as variáveis independentes de governança corporativa - remuneração do CEO (CEOCOMP), mulheres no conselho (WOM) e independência do conselho (INDEP) – possuem um baixo número de observações – CEOCOMP (5,824), WOM (4,649); INDEP (3,428) – vide Tabela 18. Isso justifica sua exclusão dos testes de regressão apresentados nas Tabelas 7 a 16.

**Tabela 18 – Estatística descritiva das (sub) amostras**

Variáveis	Observações	Média			Desvio padrão			Mínimo			Máximo		
		EM	ED	T	EM	ED	T	EM	ED	T	EM	ED	T
TPI	32,213	0.33	0.34	0.33	0.81	0.86	0.84	0.00	0.00	0.00	9.99	9.99	9.99
SPI	32,213	0.35	0.36	0.36	1.00	1.08	1.05	0.00	0.00	0.00	9.99	9.99	9.99
DYI	31,111	0.20	0.22	0.21	0.76	0.79	0.78	0.00	0.00	0.00	12	11	12
DPD (a)	32,213	n/a			n/a			n/a			n/a		
DYD (b)	31,111												
MULT (c)	40,310												
CEOC	5,824	0.05	0.05	0.05	0.14	0.16	0.15	0.00	0.00	0.00	0.99	0.99	0.99
MANC	27,989	0.01	0.01	0.01	0.04	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00	0.99	0.99	0.99
WOM	4,649	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.00	0.00	0.00	0.58	0.66	0.66
INDEP	3,428	0.27	0.21	0.24	0.23	0.20	0.22	0.00	0.00	0.00	0.87	1.00	1.00
ROA	40,310	0.03	0.03	0.03	0.07	0.08	0.08	-0.82	-0.97	-0.97	0.86	0.88	0.88
SIZ (d)	40,310	14,2	7,76	6,63	13,9	2,58	8,63	0.00	0.00	0.00	430	150	430
LEV	40,310	0.18	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18	0.00	0.00	0.00	0.99	0.99	0.99
POL	40,310	0.52	0.00	0.18	0.10	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.63	0.00	0.63
TAX	40,310	0.10	0.10	0.10	0.14	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00	0.97	0.99	0.99

Notas:

EM = empresas multinacionais; ED = empresas domésticas; T = amostra total; (a) DPD = Do total de 32.213 observações, há 15,195 que são iguais a 1 e 18,017 que são iguais a zero; (b) DYD = Do total de 31.111 observações, há 13,094, que são iguais a 1 e 18,017 que são iguais a zero; (c) MULT = Do total de 40.310 observações, há 14,137 que são iguais a 1 e 26,173 que são iguais a zero; (d) Valores em US\$ milhões; n/a = não aplicável por se tratar de variáveis *dummy*.

A fim de verificar se as variáveis de distribuição de dividendos – TPI, SPI e DYI – das EMs e EDs são efetivamente distintas, efetuou-se um teste de diferença de médias não paramétrico (Wilcoxon). Identificou-se que TPI e SPI apresentam médias estatisticamente diferentes de zero - ao nível de 1%, enquanto que DYI não.

Por sua vez, a Tabela 19 exhibe as médias das variáveis métricas da amostra total por ano, apenas daquelas consideradas nos modelos de regressão. Observa-se que as proxies relacionadas à distribuição de dividendos têm variações distintas, sendo maior para total stock *payout index* (SPI) e dividend yield index (DYI) e menor para *payout index* (TPI). No caso de SPI e DYI, o

denominador da variável é obtido para o ano atual. Entretanto, no caso da TPI, o denominador refere-se ao lucro líquido do ano anterior. Essa pode ser uma possível explicação para as diferenças identificadas.

Quanto à variável independente de *managerial compensation* (MANC), seus percentuais são baixos e decrescentes. Tal fato caracteriza o uso menos frequente dessa ferramenta de política de remuneração dos gestores na mitigação de conflitos de agência. Sobre as variáveis de controle, destaca-se a elevação dos tributos pagos (TAX), ativo total (SIZ) e retorno (ROA) de ativos. Ao contrário, verifica-se uma redução do risco político (POL). Quanto à alavancagem (LEV), observa-se uma constância na política de financiamento da empresa.

**Tabela 19 – Média das variáveis por ano**

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TPI	0.333	0.312	0.308	0.320	0.330	0.352	0.355	0.356	0.335	0.360	0.333	0.342
SPI	0.454	0.322	0.274	0.341	0.394	0.389	0.400	0.410	0.336	0.312	0.367	0.374
DYI	0.307	0.225	0.186	0.205	0.214	0.215	0.231	0.238	0.191	0.167	0.212	0.209
MANC	0.008	0.005	0.004	0.004	0.004	0.005	0.004	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002
ROA	0.028	0.029	0.030	0.036	0.035	0.034	0.035	0.032	0.035	0.039	0.035	0.030
SIZ (a)	2,765	2,411	3,143	3,199	3,584	3,807	4,611	4,721	4,871	5,288	5,147	4,936
LEV	0.174	0.176	0.176	0.174	0.175	0.176	0.174	0.175	0.176	0.177	0.176	0.177
POL	0.195	0.200	0.203	0.195	0.188	0.187	0.181	0.179	0.175	0.172	0.169	0.165
TAX	0.062	0.065	0.075	0.089	0.101	0.110	0.115	0.114	0.120	0.122	0.120	0.126

Notas: (a): (UDS\$ milhões)

A Tabela 20 apresenta o nível de correlação e significância estatística entre as variáveis da Equação 8. As variáveis dependentes de distribuição de dividendos - *total payout index* (TPI), *dividend payment dummy* (DPD) e *dividend yield dummy* (DYD) - apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa com *multinational dummy* (MULT). Esses resultados corroboram – parcialmente – a H1 deste estudo. Por sua vez, com exceção da variável *dividend yield index* (DYI), as demais variáveis dependentes apresentam - igualmente - uma relação negativa e estatisticamente negativa com *managerial compensation* (MANC). Isso significa que a aplicação de instrumentos de governança corporativa – de forma isolada – contraria a teoria de agência. Referida teoria aponta que a presença desses instrumentos contribui para uma maior distribuição de dividendos.



Entre as variáveis de controle, *return on asset* (ROA), tamanho (SIZ), tributos (TAX) possuem relação positiva com a maioria das variáveis dependentes. Por sua vez, risco político (POL) apresenta relação negativa e estatisticamente significativa com distribuição de dividendos – DPD e DYI – conforme esperado. Segundo Akhtar (2018a), as EMs enfrentam maior nível de incertezas jurídicas em suas subsidiárias que as EDs. Tal fato contribui para a adoção de uma política de dividendos mais conservadora. O mesmo tipo de relação negativa e significativa ocorre entre alavancagem (LEV) e distribuição de dividendos – TPI, DPD, DYI e DYD, confirmando a teoria sinalização. Referida teoria identifica uma relação negativa entre a alavancagem financeira e a política de distribuição de dividendos. A proposta é reduzir os custos de transação associados ao financiamento externo (Lintner, 1956; Spence, 1973; Rozeff, 1982; Al-Malkawi, 2007; Yusof & Ismail, 2016).

Quanto à relação entre as variáveis explicativas, as únicas que apresentam uma alta correlação positiva são *multinational dummy* (MULT) e *political risk* (POL), em decorrência da composição matemática de suas fórmulas. Tal fato pode acarretar em um eventual problema de alta multicolinearidade - a ser verificado nos testes de pós-estimação dos modelos econométricos.

**Tabela 20 – Análise de correlação**

Var.	TPI	DPD	SPI	DYI	DYD	MULT	MANC	ROA	SIZ	LEV	POL	TAX
TPI	1.00											
DPD	0.43 <b>0.00</b>	1.00										
SPI	0.55 <b>0.00</b>	0.37 <b>0.00</b>	1.00									
DYI	0.56 <b>0.00</b>	0.31 <b>0.00</b>	0.65 <b>0.00</b>	1.00								
DYD	0.44 <b>0.00</b>	1.00 <b>0.00</b>	0.38 <b>0.00</b>	0.31 <b>0.00</b>	1.00							
MULT	-0.00 <b>0.00</b>	-0.03 <b>0.00</b>	-0.00 0.28	-0.00 0.12	-0.02 <b>0.00</b>	1.00						
MANC	-0.02 <b>0.01</b>	-0.02 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.01</b>	-0.00 0.25	-0.01 <b>0.00</b>	-0.02 <b>0.00</b>	1.00					
ROA	0.01 <b>0.00</b>	0.03 <b>0.00</b>	0.00 0.41	0.00 0.60	0.03 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.00</b>	-0.00 0.58	1.00				
SIZ	0.14 <b>0.00</b>	0.15 <b>0.00</b>	0.13 <b>0.00</b>	0.11 <b>0.00</b>	0.16 <b>0.00</b>	0.20 <b>0.01</b>	-0.12 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.00</b>	1.00			
LEV	-0.03 <b>0.00</b>	-0.04 <b>0.00</b>	-0.02 0.89	-0.03 <b>0.00</b>	-0.05 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.01</b>	-0.00 0.37	-0.00 0.08	-0.01 <b>0.01</b>	1.00		
POL	-0.00 0.78	-0.01 <b>0.00</b>	-0.00 0.67	-0.00 <b>0.02</b>	-0.00 0.30	0.96 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.00</b>	0.19 <b>0.00</b>	-0.01 <b>0.03</b>	1.00	
TAX	0.01 0.00	0.04 <b>0.00</b>	0.00 0.12	-0.02 <b>0.00</b>	0.04 <b>0.00</b>	-0.02 <b>0.00</b>	-0.00 0.11	0.02 <b>0.00</b>	-0.00 0.77	0.00 0.19	-0.02 <b>0.00</b>	1.00

Notas: Os valores superiores correspondem ao coeficiente de correlação, enquanto que os inferiores ao seu nível de significância. Os valores destacados em negrito são aqueles que possuem significância estatística ao nível de 1% ou 5%.

### 3.5 Resultados da análise de regressão logística

As Tabelas 21 e 22 apresentam os resultados das regressões logísticas, tendo como variáveis dependentes *dividend payment dummy* (DPD) – modelo I e *dividend yield dummy* (DYD) – modelo II. A Tabela 21 verifica a H1 – *há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos*, enquanto que a Tabela 22 analisa a H2 – *há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos*. Os modelos I e II de ambas tabelas são corrigidos por meio de erros robustos, sendo que sua qualidade de ajuste é verificada pelo valor de verossimilhança (LR  $\chi^2$ ) - cuja significância é representada por (Prob >  $\chi^2$ ) - bem como pelo Pseudo  $R^2$ . Com relação a Tabela 21, ambos os modelos são estatisticamente significantes (Prob >  $\chi^2 = 0.0000$ ). Entretanto, o modelo II possui maior capacidade de explicação (Pseudo  $R^2 = 0.1275$ ) que o modelo I (Pseudo  $R^2 = 0.1141$ ). Há presença de multicolinearidade entre as variáveis MULT e POL. Porém, após excluir a variável de controle POL, não houve alteração da comprovação das hipóteses.

A variável independente *multinational dummy* (MULT) é negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% para ambos modelos, corroborando os resultados obtidos na Tabela 20. Tais resultados confirmam a H1 – *há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos*. No caso do modelo I, o fato de a companhia ser uma multinacional, reduz suas chances de distribuição de dividendos em 54.3% [ $100*(0.457 - 1)$ ]. Já para o modelo II, as chances dessa diminuição são ainda maiores, sendo de 56.3% [ $100*(0.437 - 1)$ ]. Esses resultados corroboram os de Akhtar (2018a, b); porém, se opõem aos de Huang *et al.* (2015) – vide Tabela 13. EMs têm maior exposição aos diversos riscos – operacional, crédito, mercado e político - que EDs, o que as leva a reter mais fluxo de caixa operacional e, consequentemente, distribuir menos dividendos.

Quanto às variáveis de controle - alavancagem (LEV), risco político (POL) e tributos (TAX) - apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa com dividendos – em conformidade com as teorias e estudos empíricos mencionados na Tabela 13. Por sua vez, as variáveis de controle *return on asset* (ROA) e tamanho (SIZ) têm relação positiva e

estatisticamente significativa com dividendos, corroborando os resultados dos estudos de Huang *et al.* (2015), Yet *et al.* (2019) e Ding *et al.* (2020).

**Tabela 21 - Regressão logística (H1)**

Model with robust estimate - vce(robust)	I. Dependent variable: DPD Number of obs = 32,213 Wald chi <sup>2</sup> (64) = 2,472.79 Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0000 Log pseudolikelihood = -20,288.56 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.1141		II. Dependent variable: DYD Number of obs = 31,111 Wald chi <sup>2</sup> (65) = 1956.31 Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0000 Log pseudolikelihood = -18,473.99 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.1275	
	Coefficients	Odds ratio	Coefficients	Odds ratio
MULT	-0.7821 ***	0.4574	-0.8262 ***	0.4376
ROA	1.2314 ***	3.4261	1.2471 ***	3.4802
SIZ	0.1783 ***	1.1952	0.1822 ***	1.1999
LEV	-0.4487 ***	0.6384	-0.6478 ***	0.5231
POL	-0.9484 ***	2.5816	-1.1033 ***	3.0142
TAX	-0.8633 ***	2.3725	-0.9893 ***	2.6894
Const	-0.9646 ***	0.3811	-1.1965 ***	0.3022
Efeito país-ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas: Variáveis estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*).

Sobre a Tabela 22, ambos os modelos são estatisticamente significantes (Prob > chi<sup>2</sup> = 0,0000). À semelhança da Tabela 21, o modelo II possui maior capacidade de explicação (Pseudo R<sup>2</sup> = 0.1288) que o modelo I (Pseudo R<sup>2</sup> = 0.1152). A variável independente *multinational dummy* (MULT) permanece sendo negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% para ambos modelos. Esse resultado ratifica aqueles obtidos na Tabela 21 - H1 - *Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos*. Quanto à variável de interação MULT\*MANCOMP, constata-se uma relação positiva e estatisticamente significativa com a distribuição de dividendos para ambos modelos. Para o modelo I (DPD), por exemplo, a cada 1% de aumento no percentual de ações com os gestores das EMs, há um aumento de 22,36% [100\*(1.2236 - 1)] na probabilidade de distribuição de dividendos.

A teoria prevê que os instrumentos de governança corporativa atuam como um fator mitigante dos conflitos de agência (Jensen *et al.*, 1992; Ding *et al.*, 2020). Logo, os resultados corroboram o fato de que a política de remuneração variável dos gestores das multinacionais estimula a distribuição de dividendos. Assim, é possível confirmar a H2 – *Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos*. Quanto às variáveis de controle, a significância e sinais dos seus coeficientes se assemelham aos da Tabela 20.

**Tabela 22 - Regressão logística (H2)**

Model with robust estimate - vce(robust)	I. Dependent variable: DPD		II. Dependent variable: DYD	
	Coefficients	Odds ratio	Coefficients	Odds ratio
	Number of obs = 32,213 Wald chi <sup>2</sup> (64) = 2,488.92 Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0000 Log pseudolikelihood = -20,262.39 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.1152		Number of obs = 31,111 Wald chi <sup>2</sup> (65) = 1,978.71 Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0000 Log pseudolikelihood = -18.447.53 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.1288	
MULT	-0.7708 ***	0.4626	-0.8162 ***	0.4420
MULT*MANCOMP	1.4974 ***	1.2236	1.6230 ***	1.1972
ROA	1.2235 ***	3.3993	1.2394 ***	3.4538
SIZ	0.1740 ***	1.1901	0.1778 ***	1.1946
LEV	-0.4483 ***	0.6386	-0.6479 ***	0.5231
POL	-0.9787 ***	2.6610	-1.1399 ***	3.1265
TAX	-0.8584 ***	2.3594	-0,9835 ***	2.6733
Const	-0.9259 ***	0.3961	-1.1550 ***	0.3150
Efeito país-ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Variáveis estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*).

Por sua vez, a Tabela 23 apresenta os resultados dos testes de pós estimação dos modelos de regressão logística, sendo: I – Hipótese 1 e variável dependente DPD, II – Hipótese 1 e variável dependente DYD, III – Hipótese 2 e variável dependente DPD e IV - Hipótese 2 e variável dependente DYD. As medidas analisadas são de sensibilidade, especificidade e poder preditivo.

No caso dos modelos I e (II) – cujos resultados estão apresentados na Tabela 21 - verifica-se que de um total de 33,213 (31,111) observações, 15,196 (13,095) apontam para a distribuição de dividendos. A medida de sensibilidade avalia o número total de acertos que o modelo obtém em relação ao evento – distribuição de dividendo pelas empresas. Os dados reais confirmam um nível de acerto dessa distribuição de 62% (9,422/15,196) e 47,14% (6,173/13,095), respectivamente. Já a medida de especificidade avalia o número total de acertos em oposição ao evento de interesse. Assim, desse mesmo total de 33,213 (31,111) observações, 18,017 (18,016) apontam para a não distribuição de dividendos. O poder preditivo da não distribuição de dividendos é de 63.16 % (11,380/18,017) e de 74,99 % (13,510/18,016), respectivamente.

À semelhança dos modelos I e (II), para os modelos III e (IV) – cujos resultados estão apresentados na Tabela 22 - verifica-se que de um total de 33,213 (31,111) observações, 15,196 (13,095) apontam para a distribuição de dividendos. As medidas de sensibilidade confirmam um nível de acerto da distribuição de dividendo pelas empresas de 62.66% (9,522/15,196) e 47,35% (6,200/13,095), respectivamente. Quanto às medidas de especificidade, desse mesmo

total de 33,213 (31,111) observações, 18,017 (18,016) apontam para a não distribuição de dividendos. O poder preditivo da não distribuição de dividendos é de 62.76 % (11,308/18,017) e de 74.80 % (13,476/18,016), respectivamente.

Por sua vez, o poder preditivo representa a qualidade geral do modelo (Duppati *et al.*, 2021). No caso do modelo I, esse percentual é de 62.63% (20,802/33,213), enquanto que para o modelo II, ele é de 63,27% (19,683/31,111). Tais resultados são corroborados pela estatística do teste de qualidade de ajuste, sendo de 0.1466 e 0.7723, respectivamente. A hipótese nula do teste é que as classificações previstas são iguais às observadas. Quanto aos modelos III e IV, verifica-se que sua qualidade de ajuste é igualmente significativa, sendo de 0.1620 e 0.8134. Além disso, eles possuem percentuais semelhantes aos dos modelos I e II - 62,72% (20,830/33,213) e 63,24% (19,676/31,111).

**Tabela 23 – Testes de pós estimação dos modelos de regressão logística**

<b>Models</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>
<b>Goodness of fit statistics</b>				
Number of observations	33,213	31,111	33,213	31,111
Prob > chi2	0.1466	0.7723	0.1620	0.8134
<b>Estatistic classification</b>				
Positive classification (+)	9,422	6,173	9,522	6,200
Negative classification (-)	11,380	13,510	11,308	13,476
Total	20,802	19,683	20,830	19,676
Total <i>dummy</i> (+) = 1	15,196	13,095	15,196	13,095
Total <i>dummy</i> (-) = 0	18,017	18,016	18,017	18,016
Total model	33,213	31,111	33,213	31,111
Sensitivity ( <i>dummy</i> = 1)	62.00%	47.14%	62.66%	47.35%
Specificity ( <i>dummy</i> = 0)	63.16%	74.99%	62.76%	74.80%
Correctly classified	62.63%	63,27%	62.72%	63.24%

Os resultados da Tabela 23 podem ser igualmente confirmados pelos da Tabela 24. Esta apresenta os resultados do teste de qualidade dos modelos, considerando a curva ROC. Para os modelos I e II – que testam a hipótese H1: há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendo – os valores da área sob a curva ROC apresentaram 0.7213 e 0.7458, respectivamente. Já para os modelos III e IV – que testam a hipótese H2: há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendo - os valores da área sob a curva ROC são, respectivamente, 0.7214 e 0.7470.

Tabela 24 – Curva ROC

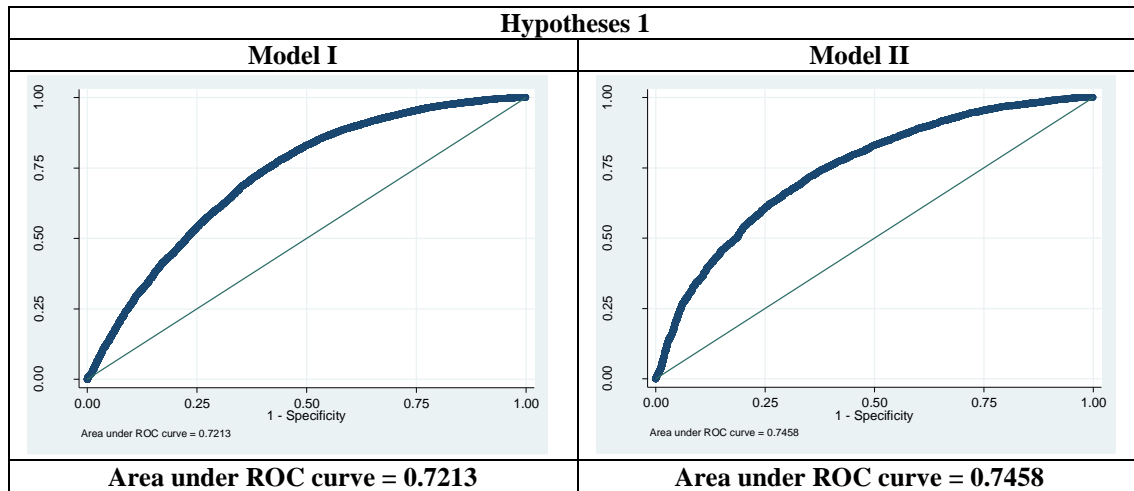
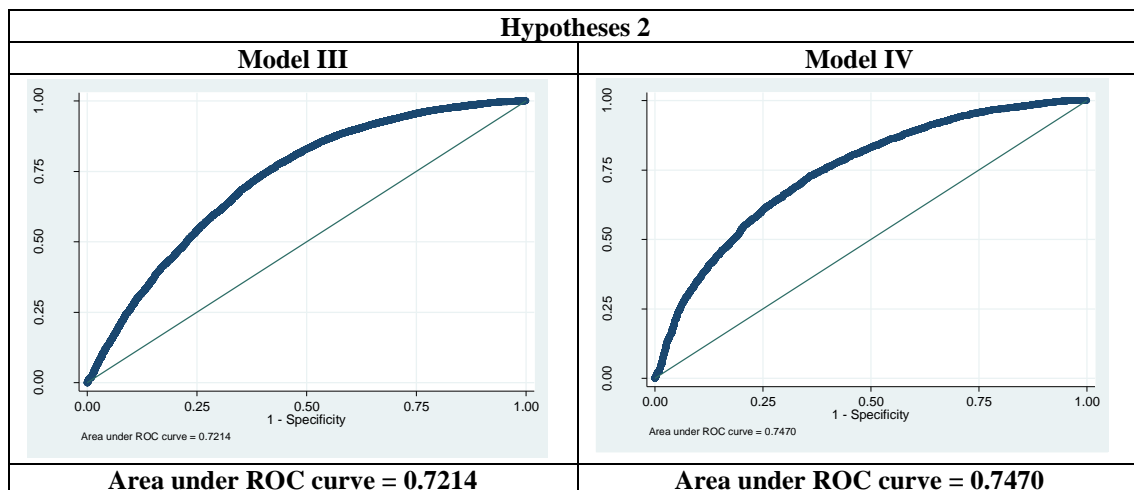


Tabela 24 – Curva ROC (continuação)



### 3.6 Resultados da análise de regressão Tobit

Inicialmente, realiza-se o LR test para verificação da melhor forma de análise dos dados – se *pooled* ou em painel. O resultado  $\text{prob} > \chi^2 = 0.000$  aponta para a rejeição da  $H_0$ : O modelo é painel de dados com efeitos aleatórios. Logo, tem-se que os dados devem ser analisados na forma *pooled* – sem considerar o efeito do tempo. Há presença de multicolinearidade entre as variáveis MULT e POL. Porém, após excluir a variável de controle POL, não houve alteração da comprovação das hipóteses.

A Tabela 25 apresenta os resultados dos modelos Tobit *pooled* para a *H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos*, considerando três variáveis dependentes, sendo: Modelo I - TPI, Modelo II - SPI e Modelo III - DYI. Em todos eles, os problemas de heterocedasticidade são corrigidos por meio de erros robustos. Para todos eles, verifica-se a significância geral do modelo ( $\text{Prob} > F = 0.0000$ ), bem como a confirmação da H1. Quanto às variáveis de controle, todas apresentam significância estatística e sinal conforme esperado.

Os coeficientes da variável MULT são todos negativos e estatisticamente significativos ao nível de 1%. Para cada variável dependente, verifica-se que – em a empresa sendo uma multinacional – há uma redução de 0.420%, 0.473% e de 0.433% nos percentuais de distribuição de dividendos, obtidos por meio das *proxies* TPI, SPI e DYI, respectivamente. Já o efeito marginal (ME) aponta para a probabilidade de uma empresa não-distribuidora de dividendos passar a distribuir dividendos.

Referidas probabilidades são de -0.295%, -0.330% e -0.240% para essas mesmas variáveis TPI, SPI e DYI. Tais resultados confirmam a *H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos* desse estudo, além de ratificar aqueles obtidos por Akhtar (2018a; 2018b). Significa dizer que quando a empresa possui subsidiária ou receita aferida fora do país – no qual está localizada sua matriz - ela tende a reter lucros e reinvesti-los, ao invés de distribuí-los aos acionistas na forma de dividendos.

Quanto às variáveis de controle, todos seus coeficientes apresentam sinal de acordo com o esperado e têm nível de significância estatística de 1%. ROA e SIZ apresentam coeficientes com sinais positivos, enquanto que LEV, POL e TAX estão negativamente relacionados à distribuição de dividendos. No caso do ROA, por exemplo, um aumento de 1% no retorno do ativo implica em um aumento de 0.730%, 0.716% e 0.519% nas *proxies* de distribuição de dividendos TPI, SPI e DYI, respectivamente. Esse resultado está de acordo com os de Saeed e Sameer (2017), Ding *et al.* (2020) e Mustafa *et al.* (2020) – vide Tabela 14.

No caso da variável de controle POL, vale destacar que a redução na distribuição de dividendos da proxy DYI (0.554%) é maior que para TPI (0.439%) e SPI (0.452%). Na construção matemática dessas variáveis, TPI e SPI analisam a razão entre a distribuição de dividendos e o lucro das empresas. Já no caso da proxy DYI, a razão é obtida entre a distribuição de dividendos e o preço da ação – vide Tabela 17. Tal fato indica que o risco político impacta mais diretamente

o valor de mercado da empresa que seu lucro (Attig *et al.*, 2021). Esse resultado confirma aqueles apresentados por Huang *et al.* (2015) e Akhtar (2018a, 2018b).

**Tabela 25 – Regressão Tobit Pooled – H1**

Variáveis	Modelo I - TPI		Modelo II - SPI		Modelo III - DYI	
	Coefficients	ME%	Coefficients	ME%	Coefficients	ME%
	Number of obs = 33,213 F(65,33148) = 25.47 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0592 Log likelihood = -35,597.75		Number of obs = 33,213 F(65,33148) = 23.26 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0518 Log likelihood = -38,567.27		Number of obs = 31,111 F(64,31047) = 26.72 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0628 Log likelihood = -30,210,37	
MULT	-0.4206 ***	-0.2950 ***	-0.4734 ***	-0.3303 ***	-0.4337 ***	-0.2402 ***
ROA	0.7309 ***	0.2587 ***	0.7165 ***	0.2352 ***	0.5193 ***	0.1377 ***
SIZ	0.1590 ***	0.0699 ***	0.1921 ***	0.0808 ***	0.1396 ***	0.0523 ***
LEV	-0.3385 ***	-0.1476 ***	-0.3603 ***	-0.1535 ***	-0.4125 ***	-0.1550 ***
POL	-0.4392 ***	-0.4398 ***	-0.4522 ***	-0.4825 ***	-0.5545 ***	-0.3927 ***
TAX	-0.5043 ***	-0.1471 ***	-0.5534 ***	-0.1475 ***	-0.2793 ***	-0.0506 ***
Const	-1.0107 ***	n/a	-1.1731 ***	n/a	-0.9899 ***	n/a
Efeito país-ano	Sim	n/a	Sim	n/a	Sim	n/a

Notas: Coeficientes estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*); n/a = Não aplicável; ME = Marginal effect

Já a Tabela 26 apresenta os resultados dos modelos Tobit *pooled* para a H2 - *Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs*, considerando três variáveis dependentes, sendo: Modelo I - TPI, Modelo II - SPI e Modelo III - DYI. Em todos eles, os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação são corrigidos por meio de erros robustos. Para todos eles, verifica-se a significância geral do modelo (Prob > F = 0.0000), bem como a confirmação da H1. Quanto às variáveis de controle, todas apresentam significância estatística e sinal conforme esperado.

Os resultados continuam apontando para uma relação negativa e estatisticamente significativa entre MULT e distribuição de dividendos nos três modelos. Porém, ao incluir a variável de interação MULT\*MANC – considerando o efeito moderador da remuneração dos gestores – há uma inversão desse sinal, tornando-o positivo. Tal fato confirma a H2 - *Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs* deste estudo. Nesse caso, para cada variável dependente, tem-se que a remuneração dos gestores de uma empresa multinacional aumenta em 0.788%, 0.992% e de 0.865% os percentuais de distribuição de dividendos, obtidos por meio das proxies TPI, SPI e DYI, respectivamente.

Logo, para a variável de interação, verifica-se um impacto econômico - de seus coeficientes - de quase o dobro dos valores apresentados por MULT, isoladamente, nas proxies de



distribuição de dividendos. Conforme mencionado, o efeito marginal (ME) aponta para a probabilidade de uma empresa não-distribuidora de dividendos passar a distribuir dividendos. No caso da variável de interação  $MULT*MANC$ , referidas probabilidades são de 0.216%, 0.243% e 0.239% para essas mesmas variáveis TPI, SPI e DYI. Sabe-se que um alto valor de remuneração fixa dos executivos reduz os lucros a serem distribuídos na forma de dividendos. Daí, espera-se uma relação negativa entre ambos (Jensen, 1986; Ding *et al.*, 2020). Entretanto, quando essa remuneração ocorre na forma de ações, ela é considerada como uma forma de alinhar os objetivos dos executivos aos dos proprietários. Nesse caso, espera-se uma relação positiva entre o índice de *payout* e o provento variável dos executivos.

Quanto às variáveis de controle, todos seus coeficientes também apresentam sinal de acordo com o esperado e têm nível de significância estatística de 5% (POL) ou 1% (demais). ROA e SIZ apresentam coeficientes com sinais positivos, enquanto que LEV, POL e TAX estão negativamente relacionados à distribuição de dividendos. No caso do LEV, por exemplo, um aumento de 1% no retorno do ativo implica em uma redução de -0.338%, -0.360% e -0.412% nas proxies de distribuição de dividendos TPI, SPI e DYI, respectivamente. Esse resultado está de acordo com os de Ding *et al.* (2020) e Mustafa *et al.* (2020) – vide Tabela 2.

No caso da variável de controle TAX, vale destacar que a redução na distribuição de dividendos da proxy DYI (-0.274%) é menor que para TPI (-0.500%) e SPI (-0.548%). Na construção matemática dessas variáveis, TPI e SPI analisam a razão entre a distribuição de dividendos e o lucro das empresas. Já no caso da proxy DYI, a razão é obtida entre a distribuição de dividendos e o preço da ação – vide Tabela 5. Tal fato indica que os tributos pagos impactam mais diretamente o lucro das empresas que o preço da ação. Esse resultado confirma o apresentado por Collins e Shackelford (1998).

**Tabela 26 – Regressão Tobit *pooled* – H2**

Variáveis	Modelo I - TPI		Modelo II - SPI		Modelo III - DYI	
	Number of obs = 33,213 F(66,33147) = 25.19 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0596 Log likelihood = -35,582.36		Number of obs = 33,213 F(66,33147) = 23.03 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0522 Log likelihood = -38,552.03		Number of obs = 31,111 F(65,31111) = 26.93 Prob > F = 0.0000 Pseudo R <sup>2</sup> = 0.0633 Log likelihood = -35,582.36	
	Coefficients	ME%	Coefficients	ME%	Coefficients	ME%
MULT	-0.4152 ***	-0.2934 ***	-0.4666 ***	-0.3286 ***	-0.4309 ***	-0.2395 ***
MULT* MANC	0.7882 ***	0.2161 ***	0.9922 ***	0.2438 ***	0.8658 ***	0.1588 ***
ROA	0.7250 ***	0.2561 ***	0.7092 ***	0.2322 ***	0.5131 ***	0.1357***
SIZ	0.1567 ***	0.0693 ***	0.1893 ***	0.0801 ***	0.1372 ***	0.0518 ***
LEV	-0.3387 ***	-0.1476 ***	-0.3605 ***	-0.1535 ***	-0.4129 ***	-0.1549 ***
POL	-0.4557 ***	-0.4443 ***	-0.4725 ***	-0.4876 **	-0.5782 ***	-0.3969 ***
TAX	-0.5000 ***	-0.1453 ***	-0.5480 ***	-0.1454 ***	-0.2743 ***	-0.0491 ***
Const	-0.9892 ***	n/a	-1.1463 ***	n/a	-0.9663 ***	n/a
Efeito país-ano	Sim	n/a	Sim	n/a	Sim	n/a

Notas: Coeficientes estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*); n/a = Não aplicável; ME = Marginal effect

A Tabela 27 resume os resultados das regressões logísticas e Tobit *pooled* - que verificam a H1 e H2 deste estudo.

**Tabela 27 – Síntese dos resultados**

Hipóteses	Número da tabela	Tipo de teste	Confirmação da hipótese
H1	21	Logit	Sim
H1	25	Tobit	Sim
H2	22	Logit	Sim
H2	26	Tobit	Sim

### 3.7 Resultados da análise de regressão OLS

A título de teste de robustez, é feita uma análise dos dados da amostra via modelo de regressão OLS sem dados censurados. Inicialmente, verifica-se qual é a melhor forma de análise dos dados do modelo de regressão – se em painel ou *pooled*. Como resultado, aceita-se a H0 - o melhor modelo é com dados *pooled* - ao nível de 5% (Prob > chibar<sup>2</sup> = 0.0780). Há presença de multicolinearidade entre as variáveis MULT e POL. Porém, após excluir a variável de controle POL, não houve alteração da comprovação das hipóteses.

A Tabela 28 apresenta os resultados dos modelos OLS *pooled* sem dados censurados para ambas hipóteses H1 - *Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos* e H2

- Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs, considerando três variáveis dependentes, sendo: Modelo I - TPI, Modelo II - SPI e Modelo III - DYI. Em todos eles, os problemas de heterocedasticidade são corrigidos por meio de erros robustos, sendo estatisticamente significantes ao nível de 1% (Prob > F = 0.0000).

À semelhança da Tabela 13, confirma-se a H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos para os três modelos. Destaca-se que no Modelo I – cuja variável dependente é a TPI – o fato de a empresa ser uma multinacional, implica em uma redução 10% no seu índice de *payout*, sendo esse impacto maior que nos demais modelos. Quanto às variáveis de controle, quase todas são significantes e apresentam sinal de acordo com o esperado. As exceções são risco político (POL) – para os três modelos - e retorno sobre o ativo (ROA) – para o modelo III, cuja variável dependente é a DYI.

Também se verifica a confirmação da H2 - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs – para os três modelos – ratificando os resultados da Tabela 26. A variável MULT – quando analisada isoladamente – apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa - ao nível de 1% - com as *proxies* de dividendos. Entretanto, o efeito moderador da remuneração variável dos gestores (MULT\*MANC) torna essa relação positiva. Também se observa uma redução para quase a metade dos valores dos coeficientes entre ambas variáveis – TPI (-10,32%/-4,59%), SPI (9,61%/4,88%) e DYI (6,88%/4,14%). Por sua vez, as variáveis de controle apresentam os mesmos resultados mencionados para H1.

**Tabela 28 – Regressão OLS *pooled***

Hipóteses/ Variáveis/ Coeficientes	H1			H2		
	Modelo I- TPI	Modelo II- SPI	Modelo III- DYI	Modelo I- TPI	Modelo II- SPI	Modelo III- DYI
	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0444	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0361	Obs = 31,111 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0256	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0445	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0362	Obs = 31,111 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0257
MULT	-0.1037 ***	-0.0966 ***	-0.0692 ***	-0.1032 ***	-0.0961 ***	-0.0688 ***
MULT* MANC	n/a	n/a	n/a	0.0459 ***	0.0488 ***	0.0414 ***
ROA	0.2061 ***	0.1116 **	0.2918	0.2054 ***	0.1109 **	0.0284
SIZ	0.0692 ***	0.0803 ***	0.0482 ***	0.0690 ***	0.0801 ***	0.0480 ***
LEV	-0.1295 ***	-0.1133 ***	-0.1188 ***	-0.1295 ***	-0.1133 ***	-0.1188 ***
POL	-0.0799	-0.0431	-0.0788	-0.0814	-0.0468	-0.0803

**Tabela 28 – Regressão OLS *pooled* (continuação)**

Hipóteses/ Variáveis/ Coeficientes	H1			H2		
	Modelo I- TPI	Modelo II- SPI	Modelo III- DYI	Modelo I- TPI	Modelo II- SPI	Modelo III- DYI
	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0444	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0361	Obs = 31,111 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0256	Obs = 33,213 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0445	Obs = 33,213 Prob>F=0.00 R <sup>2</sup> = 0.0362	Obs = 31,111 Prob>F= 0.00 R <sup>2</sup> = 0.0257
TAX	-0.1339 ***	-0.1079 ***	-0.0708 **	-0.1336 ***	-0.1076 ***	-0.0711 **
Const	0.0660 **	0.1488 ***	0.1407 ***	0.0676 **	0.1505 ***	0.1422 ***
Efeito país- ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas: Coeficientes estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*); n/a = Não aplicável

### 3.8 Comparação dos resultados das regressões dos modelos Tobit e OLS

Segundo Cameron (2010), para avaliar o impacto de uma regressão censurada, ao invés de tratar todos os zeros como observações, deve-se comparar os coeficientes do modelo Tobit com o OLS. Assim, a Tabela 29 apresenta a comparação dos resultados dos modelos Tobit e OLS *pooled* para as hipóteses H1 - *Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos* e H2 - *Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs*, considerando três variáveis dependentes, sendo: Modelo I - TPI, Modelo II - SPI e Modelo III – DYI.

Para todos os três modelos, observa-se que os valores dos coeficientes angulares das variáveis da regressão Tobit são maiores que os da OLS. Em termos absolutos, eles variam entre 20-50%. Entretanto, os coeficientes lineares da regressão OLS são positivos e maiores que os da Tobit. Quanto ao nível de significância estatística dos coeficientes - para algumas variáveis - a regressão OLS apresenta valores de 5% - para TAX na H1 do Modelo III - ou insignificantes - para POL nas H1 e H2 dos Modelos I, II e III. Já a regressão Tobit exibe um nível de significância de 1% para os coeficientes angulares de todas as variáveis. Tais resultados apontam para uma maior adequação do modelo Tobit que o OLS com dados empilhados e não censurados.

Tabela 29 – Comparação Tobit x OLS

Hipóteses/ Variáveis/ Coeficientes	H1						H2					
	Mod.I-TPI		Mod.II-SPI		Mod.III-DYI		Mod.I-TPI		Mod.II-SPI		Mod.III-DYI	
	Tob	OLS	Tob	OLS	Tob	OLS	Tob	OLS	Tob	OLS	Tob	OLS
MULT	-0.42 ***	-0.10 ***	-0.47 ***	-0.09 ***	-0.43 ***	-0.06 ***	-0.41 ***	-0.10 ***	-0.46 ***	-0.09 ***	-0.43 ***	-0.06 ***
MULT* MANC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.78 ***	0.04 ***	0.99 ***	0.04 ***	0.86 ***	0.04 ***
ROA	0.73 ***	0.20 ***	0.71 ***	0.11 **	0.51 ***	0.02	0.72 ***	0.20 ***	0.70 ***	0.11 ***	0.51 ***	0.02
SIZ	0.15 ***	0.06 ***	0.19 ***	0.08 ***	0.13 ***	0.04 ***	0.15 ***	0.06 ***	0.18 ***	0.08 ***	0.13 ***	0.04 ***
LEV	-0.33 ***	-0.12 ***	-0.36 ***	-0.11 ***	-0.41 ***	-0.11 ***	-0.33 ***	-0.12 ***	-0.36 ***	-0.11 ***	-0.41 ***	-0.08 ***
POL	-0.43 ***	-0.07	-0.45 ***	-0.04	-0.55 ***	-0.07	-0.45 ***	-0.08	-0.47 ***	-0.04	-0.57 ***	-0.08
TAX	-0.50 ***	-0.13 ***	-0.55 ***	-0.10 ***	-0.27 ***	-0.07 **	-0.50 ***	-0.13 ***	-0.54 ***	-0.10 ***	-0.27 ***	-0.07 ***
Const	-1.01 ***	0.06 **	-1.17 ***	0.14 ***	-0.98 ***	0.14 ***	-0.98 ***	0.06 **	-1.14 ***	0.15 ***	-0.96 ***	0.14 ***
Efeito país-ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas: Coeficientes estatisticamente significantes ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10% (\*); n/a = Não aplicável; Tob = Tobit; Mod. = Modelo

### 3.9 Conclusão

Este estudo tem por objetivo investigar eventuais diferenças na distribuição de dividendos entre EMs e EDs. Além disso, também é analisado o efeito moderador de mecanismos de governança corporativa nos índices de *payout* desses tipos de empresas. Para tanto, considera-se uma amostra de 3,397 companhias (40,310 observações) de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos países parceiros-chave da OECD - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. Os dados são obtidos entre 2008 e 2019, a partir das bases da Capital IQ Pro, Bloomberg e PRS Group.

As hipóteses decorrentes desses objetivos são: *H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos e H2 - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs.* Sua verificação se dá por meio de modelos de regressão logística (Logit) e com dados censurados à esquerda (Tobit) – devido ao volume de índices de *payout* iguais a zero. Para o modelo Logit, são consideradas as variáveis dependentes binárias desse estudo – DPD e DYD. Já o modelo Tobit é aplicado para as variáveis dependentes que são métricas – TPI, SPI e DYI. Realiza-se ainda um teste de robustez por meio de um modelo OLS com dados empilhados não censurados.

Todos os resultados dos modelos de regressão Tobit, Logit e OLS com dados empilhados e não censurados - Tabelas 21, 22, 23, 24 e 25 - apontam para a confirmação das duas hipóteses do estudo. No caso do Logit, a Tabela 21 indica que o fato de a companhia ser uma multinacional, reduz suas chances de distribuição de dividendos em mais de 50% - confirmando H1. Tais resultados corroboram os de Akhtar (2018a, b); porém, se opõem aos de Huang *et al.* (2015) – vide Tabela 13. EMs aproveitam os excessos de caixa para reinvestir em projetos próprios. Já as EDs preferem distribuir o lucro obtido no período aos seus acionistas.

Por sua vez, a Tabela 22 aponta para uma relação positiva entre o aumento no percentual de ações com os gestores das multinacionais e a probabilidade de distribuição de dividendos - confirmando H2. No caso do modelo I (DPD), por exemplo, o aumento dessa probabilidade é de 22,36%, a cada 1% de aumento do referido percentual de ações. A teoria prevê que os instrumentos de governança corporativa atuam como um fator mitigante dos conflitos de agência (Jensen *et al.*, 1992; Ding *et al.*, 2020). Logo, os resultados corroboram o fato de que a política de remuneração variável dos gestores das multinacionais estimula a distribuição de dividendos – se opondo aos obtidos por Ding *et al.* (2020) – vide Tabela 13.

Quanto aos testes dos modelos Tobit, as Tabelas 25 e 26 indicam uma relação negativa entre as EMs e as proxies dos índices de *payout*. Porém, na Tabela 26, à semelhança da Tabela 22, ao incluir a variável de interação MULT\*MANC – considerando o efeito moderador da remuneração dos gestores – revela que há uma inversão desse sinal, tornando-o positivo. Tais resultados ratificam H1 e H2. A Tabela 27 sintetiza o resultado dos testes dos modelos Logit e Tobit *pooled* - em relação às hipóteses. Ademais, a título de teste de robustez, é feita uma análise dos dados da amostra via modelo de regressão OLS sem dados censurados – vide Tabela 28. Os resultados confirmam aqueles já apresentados pelas Tabelas 25 e 26 e contrariam os de Saeed e Sameer (2017) e Ding *et al.* (2020) – vide Tabela 2. Por fim, a Tabela 29 confirma que o modelo Tobit é mais adequado que o OLS com dados empilhados e não censurados, uma vez que seus coeficientes são maiores e apresentam maior nível de significância.

Entre as contribuições desse estudo estão a análise do impacto de uma companhia ser multinacional ou doméstica na sua política de distribuição de dividendos. Adicionalmente, verifica-se o efeito moderador de mecanismos de governança corporativa - política de remuneração variável dos gestores das multinacionais – nos seus índices de *payout*. Tais

informações podem lançar luz sobre as decisões corporativas das multinacionais – ao considerar riscos políticos e carga tributária – em reter e reinvestir ou em distribuir seus lucros aos acionistas. A amostra analisada também se diferencia dos demais estudos por analisar países em desenvolvimento – passíveis de se tornarem membros da OECD.

Quanto às limitações desse estudo destaca-se a não inclusão do período de pandemia da Covid-19 (2020 – 2021), passível de causar um viés nas análises. Além disso, ressalta-se o número reduzido de observações da maioria das variáveis de governança corporativa - remuneração do CEO, a participação de mulheres e independência do conselho – o que justifica sua exclusão dos testes. Para fins de evolução desta pesquisa, sugere-se a consideração de outros determinantes da política de distribuição de dividendos das multinacionais, tais como: a) planos de remuneração dos executivos baseados em opções de ações, b) obrigatoriedade regulatória de distribuição de dividendos mínimos - que ocorre em alguns países e c) práticas corporativas de sustentabilidade e diversidade.

## Referências

Ain, Q.U., Yuan, X., Javaid, H.M., Zhao, J., & Xiang, L. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Chinese listed firms. *SAGE Opens*, *11*(1), 1-19  
<https://doi.org/10.1177/2158244021997807>

Allen, L., & C. Pantzalis, (1996). Valuation of the operating flexibility of multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, (27), 633–653. Retrieved from:  
<https://www.jstor.org/stable/155506>

Aggarwal, R., Berill, J., Hutson, E., & Kearney, C. (2011). What is a multinational corporation? Classifying the degree of firm-level multinationality. *International Business Review*, *20*(5), 557-577. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2010.11.004>

Aggarwal, S., & Tiwary, M.K. (2019). Do stock markets witness instantaneous reactions to changes in dividend tax laws? Evidence from India. *International Journal of Indian Culture Business Management*, *19*(2), 226-243. <https://doi.org/10.3390/jrfm14090413>

Akhtar, S. (2018a). Dividend payout determinants for Australian multinational and domestic corporations. *Accounting and Finance*, *58*(1), 11-55. <https://doi.org/10.1111/acfi.12137>

Akhtar, S. (2018b). Dividend policies across *multinational* and domestic corporations – an international study. *Accounting and Finance*, *58*(3), 669-695. <https://doi.org/10.1111/acfi.12179>

Ankudinov, A.B. & Lebedev, O.V. (2016). Dividend payouts and company ownership structure and the global financial crisis: evidence from Russia. *Post-Communist Economies*, *28*(3), 384-404. <https://doi.org/10.1080/14631377.2016.1196882>

Atanassov, J., & Mandell, A.J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, *53*, 106-132. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.004>



Athari, S.A. (2022). Does investor protection affect corporate dividend policy? Evidence from Asian markets. *Bulletin of Economic Research*, 74(2), 579-598. <https://doi.org/10.1111/boer.12310>

Attig, N., Ghoual, S.E., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785>

Badenhorst, W.M. (2017). Tax preferences, dividends and lobbying for maximum value. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-10. <https://doi.org/10.4102/sajems.v20i1.1476>

Bahreini, M., & Adaoglu, C. (2018). Dividend *payouts* of travel and leisure companies in Western Europe: an analysis of the determinants. *Tourism Economics*, 24(7), 801-820. <https://doi.org/10.1177/1354816618780867>

Baker, H.K., Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., & Azeez, A.A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2-20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>

Baker, H.K., & G.E. Powell. (2009). Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), 79-92. <http://dx.doi.org/10.1108/15587891211191399>

Bausch, A., & Krist, M. (2007). The effect of context-related moderators on the internationalization-performance relationship: Evidence from meta-analysis. *Management International Review*, 47(3), 319-347. <https://doi.org/10.1007/s11575-007-0019-z>

Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. (2016). Does corporate board diversity affect corporate *payout* policy?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45, 48-101. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12119>

Cameron, A.C., & Trivedi, P.K. (2010). *Microeconometrics using Stata*, Stata Press.

Charalambakis, E. C., Espenlaud, S. K., & Garrett, I. (2008). Leverage dynamics, the endogeneity of corporate tax status and financial distress costs, and capital structure. *Social Science Research Network*. Retrieved from: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=110216891>

Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>

Collins, J.H., & Shackelford, D. A. (1998). Global organizations and taxes: An analysis of the dividend, interest, royalty, and management fee payments between U.S. *multinationals'* foreign affiliates. *Journal of Accounting and Economics* 24(2), 151-173. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00004-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00004-4)

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1) 62-82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>

Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., Azeez, A.A., Jayarathne, P.G.S.A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V.A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>

Ding, C., Ho, C.Y., & Chang, M. (2020). CEO and CFO equity compensation and dividend payout over the firm lifecycle. *Global Finance Journal*, 49(1), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100562>

Duppatti, G., Scrimgeour, F., Chancharat, S., & Kijkasiwat, P. (2021). Ethnic diverse and financing choices affecting of business survival: a case study of New Zealand small-and medium-sized enterprises. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, (26)51, 160-174. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-11-2019-0270>

- Fama, E.F., & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1) 3-43. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.203092>
- Farooq, O., & Ahmed, N. (2019). Dividend policy and political uncertainty: evidence from the US presidential elections. *Research in International Business and Finance*, 48(1), 201-209. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.003>
- Geiler, P. & Renneboog, L. (2016). Executive remuneration and the *payout* decision. *Corporate Governance: An International Review*, 24(1), 42-63. <https://doi.org/10.1111/corg.12127>
- Graham, J.R, M. Lemmon & J. Schallheim (1998). Debt, leases and the endogeneity of corporate tax status. *Journal of Finance*, 53(1), 131-162. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.55404>
- Graham, J.R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Gordon, M.J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 28(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Gujarati, D.N. (2011). *Basic econometrics*. Irwin/McGraw-Hill.
- Gul, F.A., Srinidhi, B., & Ng, A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting & Economics*, 51(3), 314–338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- Hair Jr., J.F., Willian, C.B., Babin, B.J, & Anderson, R.E. (2018). *Multivariate data analysis*. Cengage.
- Hosmer, D. W., Lemeshow. S., & Sturdivant. R. (2013). *Aplied logistic regression*. John Wiley.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2015). Political risk and dividend policy: evidence from international political crises. *Journal of International Business Studies*, 46(5), 1–22. <https://doi.org/10.1057/jibs.2015.2>

Im, J. (2021). *Multinational investment policy: Why do multinational enterprises invest less?*  
Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3769610>

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. Retrieved from: <https://www.jstor.org/stable/1818789>

Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–263. <http://dx.doi.org/10.2307/2331370>

Kim, J., & Jang, S. (2010). Dividend behavior of lodging firms: Heckman's two-step approach. *International Journal of Hospitality Management*, 29(3), 413-420. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.08.009>

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

Li, O., Liu, H., Ni, C., & Ye, K. (2017). Individual investors' dividend taxes and corporate payout policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 963-990. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000199>

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1927792>

Lu, J.W., & Beamish, P.W. (2001). The internationalization and performance of SMEs. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 565-586. <https://doi.org/10.1002/smj.184>

Michel, A., & A. Shaked. (1986). Multinational corporations versus domestic corporation's financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, (16), 89–104. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490435>

Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, (34)4, 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>

Miller, T., & Triana, M.D. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755–786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>

Mustafa, A., Saeed, A., Awais, M., & Aziz, S. (2020). Board-gender diversity, family ownership, and dividend announcement: evidence from Asian emerging economies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 1-20. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040062>

Nazar, M.C.A. (2021). The influence of corporate governance on dividend decisions of listed firms: evidence from Sri Lanka. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 289-295. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0289>

Pattenden, K., & Twite, G. (2008). Taxes and dividend policy under alternative tax regimes. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.09.002>

Pieloch-Babiarz, A. (2020). Characteristics identifying the companies conducting different dividend policy: evidence from Poland. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(1), 63-85. <https://doi.org/10.24136/eq.2020.004>

Pucheta-Martinez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523–547. <https://doi.org/10.1093/icc/dtv040>

Rozeff, M.S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend *payout* ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>

Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.04.005>

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A. & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7), 863–898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

Tahir, M., & Mushtaq, M. (2016). Determinants of dividend *payout*: evidence from listed oil and gas companies of Pakistan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 3(4), 25-37. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2016.vol3.no4.25>

Tallman, S., & Li, J. (1996). Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196. <https://doi.org/10.5465/256635>

Thompson, E.K., & Manu, S.A. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance*, 21(5), 737-753. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>

Trinh, V.Q., Cao, N.D., Dinh, L.H., & Nguyen, H.N. (2021). Boardroom gender diversity and dividend payout strategies: Effects of mergers deals. *International Journal of Finance and Economics*, 26, 6014–6035. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2106>

Usman, M., Zhang, J.R., Wang, F.J., Sun, J.Q., & Makki, M.A.M. (2018). Gender diversity in compensation committees and CEO pay: Evidence from China. *Management Decision*, 56(5), 1065–1087. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2017-0815>

Yarram, S.R., & Dollery, B. (2015). Corporate governance and financial policies Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance*, 41(3), 267-285. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0086>

Yet, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S.H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>

Yusof, Y. & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>

Wooldridge, J.M. (2019). *Introductory econometrics: a modern approach*. Cengage Learning.

Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2020). Dividend *payouts* and family-controlled firms - The effect of culture on business. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 221–228. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.03.004>

Zhang, D. (2018). CEO dividend protection. *Journal of Empirical Finance*, 45, 194-211. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.10.005>

#### 4. CONCLUSÃO

A política de distribuição de dividendos das empresas é um tema há muito discutido na academia. Entretanto, tais estudos se limitam à análise de determinantes tradicionais – ex: alavancagem financeira, retorno sobre investimento, fluxo de caixa livre, porte etc. Ocorre que as empresas estão - cada vez mais - expandindo sua presença física em outros países, a fim de diversificar seus negócios e aumentar o lucro. Todavia, possuir ativos fora do país de origem as sujeita a maiores riscos – ex: político, operacional, cambial e regulatório. Isso se dá em função da maior distância das EMs de sua matriz que as EDs. Por outro lado, EMs têm mais acesso a diferentes mercados, permitindo que elas reduzam a distribuição de dividendos em caso de dificuldade financeira.

Assim sendo, este estudo analisa o impacto das EMs e EDs na política de distribuição de dividendos das companhias. Para tanto, são apresentados duas pesquisas. A primeira examina a literatura existente sobre o tema, por meio de uma análise bibliométrica e revisão sistemática. Já a segunda verifica qual é o impacto dessa multicondionalidade na política de distribuição de dividendos, bem como o efeito moderador de mecanismos de governança corporativa das EMs nos seus índices de *payout*.

Para a primeira pesquisa, considera-se uma amostra final com 23 artigos, obtidos a partir da base WoS. Entre as lacunas de conhecimento identificadas estão a comparação dos determinantes da distribuição de dividendos de EDs e EMs, bem como a verificação de instrumentos de governança corporativa que influenciam a distribuição de dividendos pelas EMs – ex: remuneração do CEO, remuneração dos gestores, mulheres e independência do conselho de administração.

Referidas questões são analisadas por meio da segunda pesquisa. Para tanto, considera-se uma amostra de 3,397 companhias (40,310 observações) de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos países parceiros-chave da OECD - Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul. Os dados são obtidos entre 2008 e 2019, a partir das bases da Capital IQ Pro, Bloomberg e PRS Group. As hipóteses decorrentes desses objetivos são: *H1 - Há uma relação negativa entre EMs e a distribuição de dividendos e H2 - Há uma relação positiva entre instrumentos de governança corporativa e a distribuição de dividendos das EMs*. Tais hipóteses são testadas



por meio de modelos de regressão logística (Logit) e com dados censurados à esquerda (Tobit). Ambas hipóteses são confirmadas.

Entre as contribuições desse estudo estão a análise do impacto de uma companhia ser multinacional ou doméstica na sua política de distribuição de dividendos. Adicionalmente, verifica-se o efeito moderador de mecanismos de governança corporativa - política de remuneração variável dos gestores das multinacionais – nos seus índices de *payout*. Tais informações podem lançar luz sobre as decisões corporativas das multinacionais – ao considerar riscos políticos e carga tributária – em reter e reinvestir ou em distribuir seus lucros aos acionistas. A amostra analisada também se diferencia dos demais estudos por analisar países em desenvolvimento – passíveis de se tornarem membros da OECD.