

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

SIMONE DE ARAÚJO FERNANDES

***SHAREHOLDERS VERSUS STAKEHOLDERS: A RELAÇÃO
ENTRE O PODER DOS TRABALHADORES E AS
RECOMPRAS DE AÇÕES***

**São Paulo
2024**

SIMONE DE ARAÚJO FERNANDES

***SHAREHOLDERS VERSUS STAKEHOLDERS: A RELAÇÃO
ENTRE O PODER DOS TRABALHADORES E AS
RECOMPRAS DE AÇÕES***

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Verônica de Fátima Santana

**São Paulo
2024**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

F363s

Fernandes, Simone de Araújo

Shareholders versus stakeholders: a relação entre o poder dos trabalhadores e as recompras de ações / Simone de Araújo Fernandes. - - São Paulo, 2024.

61 f.

Orientadora: Profa. Dra. Verônica de Fátima Santana

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.

1. Administração financeira. 2. Dividendos. 3. Relações trabalhistas.
4. Acionistas. 5. Stakeholders.

CDD: 658.15

SIMONE DE ARAÚJO FERNANDES

***SHAREHOLDERS VERSUS STAKEHOLDERS: A RELAÇÃO ENTRE O PODER DOS
TRABALHADORES E AS RECOMPRAS DE AÇÕES***

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof^a. Dr^a. Claudia Emiko Yoshinaga
Fundação Getúlio Vargas - FGV

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof^a. Dr^a. Verônica de Fátima Santana
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 20 de junho de 2024.

Dedicatória

Dedico este trabalho, realizado com muito estudo e afeto, à minha companheira de vida, Juliana Negretti, a mulher mais carinhosa que conheço, que me dá forças e apoio para superar todas as dificuldades, com quem compartilho todas as conquistas e que me mostra o poder do amor a todo instante.

Agradecimentos

Agradeço à FECAP, pela oportunidade de cursar um mestrado e contribuir para meu aperfeiçoamento acadêmico, pessoal e profissional com excelência.

Agradeço ao Ministério Público do Trabalho (MPT) e à Procuradoria Geral do Trabalho (PGT) pelo incentivo financeiro, por terem acreditado em meu projeto e terem viabilizado meu crescimento profissional e pessoal.

Às Procuradoras do Trabalho Dra. Mariana Flesch Fortes e Dra. Eliane Lucina e ao Procurador Dr. João Eduardo de Amorim pelo incentivo e apoio nessa jornada.

Aos colegas do MPT, que me ajudaram a entender o fluxo de procedimentos, as regras jurídicas e o funcionamento do MPT Digital, em especial à Ana Carolina Lenharo, Fabrizio Salzano Matangrano, Edmilson Dias de Albuquerque, Felipe Victoriano de Campos Soares, Lúcio Flávio Gomes de Lima e a todos os colegas da comissão do MPT Digital. Um agradecimento especial à querida Soninha, pelo carinho e atenção de sempre.

Um agradecimento imenso à minha orientadora, Prof.^a Dr.^a. Verônica de Fátima Santana pelo apoio, paciência, suporte nessa caminhada. Obrigada por ter aceitado ser minha orientadora, por me ensinar tanto, e por ter acreditado em mim desde o primeiro dia de aula.

A todos os professores com quem tive o privilégio de estudar. Cada um plantou em mim a vontade de aprender, pesquisar, e ir além do superficial.

À banca de avaliação, Prof.^a Dra. Claudia Emiko Yoshinaga e Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva, pelas contribuições, sugestões e críticas, que engrandeceram esta pesquisa. Ao Prof. Dr. Vinicius, obrigada em especial por ter me ensinado tanto durante as aulas no mestrado. Um privilégio tê-los em minha banca de defesa.

Aos colegas do mestrado, em especial à Vanessa, pela companhia, pelas trocas, pela amizade, que tornaram a jornada mais divertida.

Às minhas amigas e amigos Giselle, Caetana, Rafael e Edson, pelo apoio incondicional, desde o primeiro dia que resolvi cursar o mestrado. O suporte de vocês fez a diferença e me mostrou que ao lado de amigos é mais fácil superar as dificuldades e mais prazeroso compartilhar as conquistas.

Ao amor da minha vida, Juliana Negretti, a quem também dedico este trabalho, pela paciência, carinho, respeito, apoio e amor. Obrigada por ser presente sempre.

À Alice e Isabel, minhas enteadas. Vocês reativaram em mim a vontade de ensinar e aprender. Me ensinam a sempre sorrir, a sempre ir em frente, e a sempre me desafiar.

Obrigada!

Resumo

Esta pesquisa teve como objetivo investigar o impacto do poder dos trabalhadores na decisão de recompras de ações das empresas, avaliando o conflito entre *shareholders* e *stakeholders* pelos recursos da empresa. Considerando a flexibilidade inata às recompras em comparação aos dividendos como forma de remuneração dos acionistas, é esperado que empresas com atuação mais ativa dos trabalhadores destinem menos recursos aos seus acionistas através de recompras, mas o mesmo não necessariamente deve acontecer com os dividendos. Para testar estas hipóteses, foi analisada a relação entre o número de procedimentos autuados no Ministério Público do Trabalho (MPT), como *proxy* de força dos trabalhadores, e as recompras efetivadas em cada período, assim como os dividendos pagos. As recompras foram compiladas a partir dos documentos de Valores Mobiliários Negociados e Detidos (VMND) disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A análise foi feita através de regressões com dados em painel e efeitos fixos de empresa usando dados de 856 empresas entre 2018 e 2023. Apesar de não encontrar relação estatisticamente significativa entre as recompras de um determinado ano com o número de procedimentos autuados no mesmo período, ao analisar as variações ano a ano nas recompras foram encontrados coeficientes negativos e estatisticamente significantes a 10% e 1%, respectivamente, no volume de recompras e em termos percentuais do lucro. Empresas com maior número de procedimentos em um ano aumentam menos (ou diminuem) as recompras naquele ano em relação ao ano anterior. Quanto aos dividendos, de forma semelhante às recompras, só encontramos relação negativa e estatisticamente significativa na variação dos dividendos ponderados pelo lucro. Considerando os valores dos coeficientes em relação aos valores médios de dividendos e recompras, o efeito para as recompras é mais proeminente. Desta forma, apesar das evidências dependerem da forma de mensuração das variáveis e serem estatisticamente significantes apenas para as variações entre os anos, os resultados são condizentes com ambas as hipóteses, isto é, empresas com maior atuação do MPT tendem a aumentar menos a remuneração dos acionistas tanto através de recompras quanto através de dividendos, mas o efeito parece ser de maior magnitude para as recompras do que para os dividendos. Estes resultados sugerem, portanto, que existe um conflito entre *shareholders* e *stakeholders* pelos recursos da empresa, de modo que quando os trabalhadores são mais atuantes em relação a seus direitos, as empresas dispendam menos recursos para os acionistas, principalmente na forma de recompras de ações.

Palavras-chave: Recompras de ações. Poder dos trabalhadores. Ministério Público do Trabalho.

Abstract

This research aimed to investigate the impact of workers' power on companies' stock repurchase decisions, evaluating the conflict between shareholders and stakeholders over company resources. Considering the innate flexibility of repurchases relative to dividends as a form of payout, it is expected that companies with more active worker involvement will allocate fewer resources to their shareholders through repurchases. Still, the same should not necessarily happen with dividends. To test these hypotheses, we analyzed the relationship between the number of procedures filed with the Labor Prosecution Service (Ministério Público do Trabalho, MPT), as a proxy for labor power, and the stock repurchased that occurred in each period, as well as the dividends paid. We compiled the repurchases from the Securities Traded and Held documents made available by the Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários, CVM). We relied on panel data regressions with firm fixed effects using data from 856 companies between 2018 and 2023. Despite not finding a statistically significant relationship between repurchases in a given year and the number of procedures filed in the same period, when analyzing year-to-year variations in repurchases, we found negative and statistically significant coefficients at 10% and 1%, respectively, in the volume of repurchases and the ratio of repurchases over earnings. Companies with a greater number of procedures in a year show a lower increase (or a decrease) in repurchases in that year compared to the previous year. As for dividends, similarly to repurchases, we only found a negative and statistically significant relationship in the variation in the ratio of dividends and earnings. Considering the values of the coefficients relative to the average values of dividends and repurchases, the effect on repurchases is more prominent. Thus, although the evidence depends on the way the variables are measured and is only statistically significant for variations over the years, the results are consistent with both hypotheses, that is, companies with higher MPT filed procedures show a lower increase in their employees' payout, both through repurchases and dividends, but the effect appears to be of greater magnitude for repurchases than for dividends. These results suggest, therefore, that there is a conflict between shareholders and stakeholders over the company's resources, so when workers are more active concerning their rights, companies spend fewer resources on shareholders, mainly in the form of share repurchases.

Keywords: Share repurchase. Labor Power. Labor Prosecution Service.

1 Introdução

De acordo com Smith (2003), existem duas teorias que ditam o papel da corporação na sociedade. A tradicional, a Teoria dos *Shareholders*, estabelece que o foco da corporação são seus fornecedores de capital, de modo que seu objetivo é única e exclusivamente maximizar o retorno destes, desde que não se envolva em fraudes (Friedman, 1962). No entanto, a eminência de grandes escândalos financeiros no início do século, como da Enron e da WorldCom, deu força a uma teoria alternativa, a Teoria dos *Stakeholders*, que estabelece que a atenção da empresa deve ser mais ampla, englobando não apenas os fornecedores de capital, mas todos aqueles envolvidos com a empresa, ou seja, todos os *stakeholders*, incluindo fornecedores, clientes, funcionários, comunidade etc. Segundo Smith (2003), ambas as teorias podem ser vistas sob a luz da ética nos negócios, já que os executivos e gestores tomarão decisões de acordo com a teoria que consideram correta. No entanto, como afirma o autor, as duas teorias costumam conflitar bastante no que consideram correto.

Exemplos de tais conflitos são comuns na literatura (por exemplo, Adams, Licht, & Sagiv, 2011; Barnea & Rubin, 2010; Desjardine, Zhang, & Shi, 2023) e no meio profissional. No Brasil, dois anos após o rompimento da barragem da mineradora Vale na cidade de Brumadinho, a empresa anunciou o pagamento de R\$ 34,2 bilhões em dividendos a seus acionistas, enquanto atrasou o pagamento de indenizações aos afetados pelo acidente de grandes proporções (Pamplona, 2021). Isto sugere que a empresa deu prioridade em remunerar os seus *shareholders* em detrimento dos seus *stakeholders*. Nos EUA, em março de 2020, Joe Biden postou na rede social X (antigo Twitter) um pedido aos CEO de empresas no país que não recomprassem ações, visto que os empregados estavam passando por dificuldades devido à pandemia da COVID-19, sendo um dever da empresa zelar por eles (Biden, 2020). Segundo matéria do *Wall Street Journal* de 2 de março de 2023, o Presidente Biden falou no *State of Union* que pretendia aumentar o imposto sobre recompras para 4% (que vigora em 1% desde 2023) de modo a incentivar as empresas a fazerem investimentos de longo prazo ao invés de retornar dinheiro a seus acionistas e executivos (Alvarez, 2023).

A ideia de que empresas com excesso de *payout* (incluindo dividendos e recompras de ações) transferem valor dos *stakeholders* para os acionistas é bastante estudada na literatura, principalmente relacionando credores e acionistas (Chu, 2018; Holder, Langrehr, & Hexter 1998; Hribar, Jenkins, & Johnson, 2006; Lie, 2005). De acordo com Ni, Song e Yao (2020), empresas com uma orientação mais voltada aos seus *stakeholders* devem gastar menos com a remuneração de seus acionistas, e este efeito deve ser mais forte quando se considera as

recompras de ações. Isso acontece porque, de acordo com os autores, dividendos são mais persistentes e as empresas são muito relutantes em cortar dividendos, já que o mercado reage negativamente quando isso ocorre, enquanto recompras são mais discricionárias e não envolvem um compromisso de acontecerem novamente no futuro.

Enquanto Ni, Song e Yao (2020) estudaram a relação entre o *payout* e a orientação voltada aos *stakeholders* no geral, há algumas pesquisas que focam em um grupo de *stakeholders*, os trabalhadores. Haw, Hu, Wu e Zhang (2018) abordam duas visões sobre a relação entre o *payout* e o poder dos trabalhadores (*labor power*). Por um lado, um maior poder de barganha dos trabalhadores pode diminuir o *payout* aos acionistas, uma vez que custos salariais mais altos geralmente diminuem o lucro do acionista, e acarreta uma relação negativa entre *labor power* e retorno aos acionistas. Por outro lado, os gestores, cientes disso, de forma estratégica, direcionam uma parcela maior de recursos aos acionistas restringindo o lucro disponível aos trabalhadores, o que leva a uma relação positiva entre *payout* e *labor power* (Haw et al., 2018). Empresas que enfrentam maior poder de barganha podem levar a um menor pagamento aos acionistas conforme os resultados da pesquisa em 39 países (Haw et al., 2018).

Especificamente analisando a relação entre *labor power* e recompras de ações nos EUA, Chen, Chen e Wang (2015) mostram que as empresas que enfrentam trabalhadores com maior poder de barganha tendem a fazer menos recompras, tanto para aumentar a alavancagem (que pelo risco financeiro pode diminuir os benefícios salariais ou levar a demissões) ou para sinalizar melhor desempenho futuro (que pode aumentar a exigência por melhores salários).

Parte essencial do conceito de *labor power* passa pela força da legislação trabalhista, cuja normatização e fiscalização de seu cumprimento são diferentes em cada país. O *Labour Rights Index* (<https://labourrightsindex.org/heatmap-2022/2022-the-index-in-text-explanation>, recuperado em 23 de novembro de 2023) compara os direitos trabalhistas em 135 países, verificando se há ou não conformidade com a Organização Internacional do Trabalho (OIT) no país, e apresenta uma pontuação por meio de respostas a 46 itens em 10 tópicos que incluem salário justo, horário de trabalho decente, trabalho infantil e trabalho forçado. O Brasil atingiu nesse índice, em 2022, 81,5 pontos, de um total de 100 possíveis. Este índice classifica as leis trabalhistas, de acordo com a pontuação obtida, de trabalho decente a total falta de trabalho decente, conforme Figura 1.

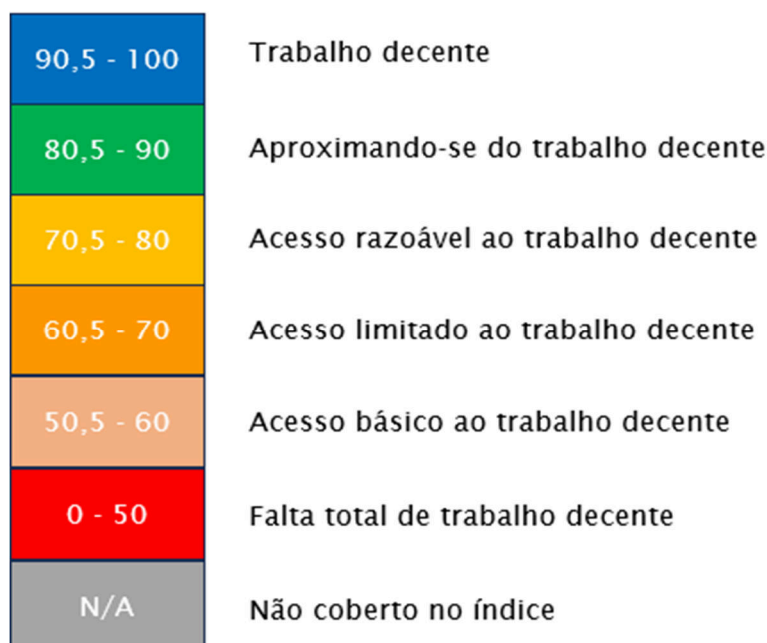


Figura 1. Classificação da existência ou não da legislação trabalhista

Nota. Fonte: Adaptado de “Labour Rights Index” <https://labourrightsindex.org/heatmap-2022>, recuperado em 23 de novembro de 2023.

Na Tabela 1 estão relacionadas as pontuações dos países que compõem o BRICS, e na Tabela 2 estão relacionados alguns países desenvolvidos e em desenvolvimento, citados ao longo deste trabalho, para fins de comparação. É possível verificar que a pontuação do Brasil não está tão distante dos países desenvolvidos, estando entre as maiores do BRICS, juntamente com a Rússia. É importante ressaltar, no entanto, que o índice não verifica se as leis são efetivamente cumpridas (<https://labourrightsindex.org/heatmap-2022/2022-the-index-in-text-explanation>, recuperado em 23 de novembro de 2023).

Tabela 1

Pontuação dos direitos trabalhistas dos países do BRICS

País	<i>Original Score 2022</i>	Autor(es)/Ano estudos empíricos
Brasil	81,5	Boaventura et al., (2009); Castro e Yoshinaga (2019)
Rússia	82,0	Haw et al. (2018)
Índia	65,0	Haw et al. (2018)
China	71,0	Não encontramos estudos sobre o país
África do Sul	79,0	Haw et al. (2018)

Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU), que tratam de um apelo global para, inclusive, acabar com a pobreza, buscando a paz no mundo, preveem, no item 8, o trabalho decente e, especificamente, no item 8.8, proteger os direitos trabalhistas (<https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>, recuperado em 23 de novembro de 2023). De acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), o

Brasil necessita adequar a meta da ONU, transformando-a em minimizar o descumprimento da legislação trabalhista, visto que o problema está relacionado ao descumprimento e não à falta de leis (<https://www.ipea.gov.br/ods/ods8.html>, recuperado em 23 de novembro de 2023).

Tabela 2

Pontuação dos direitos trabalhistas dos países citados neste trabalho

País	<i>Original Score 2022</i>	Autor(es)/Ano estudos empíricos
Alemanha	89,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Austrália	77,0	Redeker (2022)
Áustria	90,0	Redeker (2022)
Bélgica	96,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Canadá	78,5	Redeker (2022)
Coréia	81,0	Haw et al. (2018)
Dinamarca	91,5	Redeker (2022)
Eslováquia	91,0	Redeker (2022)
Eslovênia	88,0	Redeker (2022)
Espanha	90,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Estônia	85,0	Redeker (2022)
EUA	63,5	Bens, Nagar, Skinner e Wong (2003); Bergman e Jenter (2007); Bonaimé, Öztekin e Warr (2014); Chen, Chen e Liao (2011); Chen, Chen e Wang (2015); Gelb (2000); Grullon e Ikenberry (2000); Haw et al. (2018); Holder, et al. (1998); Huang, Liano, Manakyan e Pan (2013); Iyer e Rao (2017); Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000); Jolls, (1998); Kahle, (2002); McNally (1999); Nohel e Tarhan (1998); Redeker (2022); Vermaelen (1981);
Finlândia	94,0	Redeker (2022)
França	92,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Grécia	96,0	Redeker (2022)
Holanda	88,0	Redeker (2022)
Hungria	93,5	Redeker (2022)
Indonésia	60,5	Haw et al. (2018)
Itália	94,0	Redeker (2022)
Japão	72,5	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Malásia	48,0	Haw et al. (2018)
Noruega	88,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Polônia	89,0	Redeker (2022)
Portugal	93,5	Redeker (2022)
Reino Unido	88,0	Redeker (2022)
República Tcheca	92,0	Redeker (2022)
Suécia	92,0	Haw et al. (2018); Redeker (2022)
Suíça	Não coberto	Redeker (2022)
Taiwan	Não coberto	Chao e Huang (2022); Chen e Liu (2021); Haw et al. (2018)

Nota. Fonte: Elaboração própria com dados de “Labour Rights Index” <https://labourrightsindex.org/heatmap-2022>, recuperado em 23 de novembro de 2023

No Brasil, um dos principais mecanismos para fazer cumprir a legislação trabalhista é através das denúncias no Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), nos sindicatos e no Ministério Público do Trabalho (MPT). O MTE é um órgão ligado ao Poder Executivo, que regulamenta e fiscaliza as relações de trabalho nesse âmbito, por meio do qual todos os trabalhadores e empregadores podem, por exemplo, tirar dúvidas trabalhistas (<https://www.gov.br/pt-br/servicos/buscar-orientacao-trabalhista>, recuperado em 23 de novembro de 2023). Já os sindicatos, são entidades de direito privado, que atuam representando seus trabalhadores junto às empresas, por exemplo em negociações coletivas de trabalho (<https://www.gov.br/trabalho-e-emprego/pt-br/servicos/sindicatos/central-sindical>, recuperado em 23 de novembro de 2023).

No Brasil, os trabalhadores também podem fazer denúncias ao Ministério Público, que é uma instituição permanente e essencial, prevista no artigo 127 da Constituição Federal de 1988, que tem o dever de defender, dentre outros, os direitos sociais e individuais indisponíveis, sendo que o Ministério Público do Trabalho (MPT) é o ramo que atua na defesa dos interesses trabalhistas (Constituição da República Federativa do Brasil, 1988).

Para cumprir o papel do MPT na sociedade, os Procuradores de Trabalho podem se valer do uso de Inquérito Civil (IC) no âmbito administrativo ou requisitar informações ou certidões conforme artigo 8º, parágrafo primeiro da Lei 7347/85, que trata da ação civil pública, podendo inclusive utilizar os Termos de Ajustamento de Conduta (TAC), com a finalidade de adequar determinada conduta às exigências legais, conforme artigo primeiro da Resolução CNMP 179/2017 (Lei 7347,1985; Resolução CSMPT 179, 2017). No âmbito judicial, o MPT pode utilizar a Ação Civil Pública para a proteção de interesses difusos e coletivos, conforme artigo 129, III da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (Constituição da República Federativa do Brasil, 1988).

Espera-se que a quantidade de procedimentos¹ no MPT seja uma medida de poder dos trabalhadores no nível da empresa porque representa a possibilidade de provocar a atuação do MPT. As denúncias ao MPT em face das empresas podem vir de um sindicato, um ou mais trabalhadores, em grupo ou individualmente, órgãos governamentais como Varas do Trabalho, Ministério do Trabalho e Emprego ou pode vir de pessoas da sociedade que perceberam uma possível má conduta sendo praticada. Uma denúncia recebida que não se trata de direitos tutelados pelo MPT, mas de competência de outro órgão, pode ser encaminhada, para devidas providências, pelo Procurador, conforme sua independência funcional. E o denunciante pode recorrer de um arquivamento, caso ocorra, conforme parágrafo primeiro do Artigo 5º da Resolução 69/2007 CSMPT (Resolução CSMPT 69, 2007).

Considerando que trabalhadores com maior poder de barganha podem ser capazes de redirecionar recursos que iriam para os acionistas, esta pesquisa busca analisar a relação entre a atuação do MPT e as decisões de recompra de ações das empresas, considerando sua maior discricionariedade em relação aos dividendos (Ni et al, 2020). Especificamente, busca-se analisar as empresas brasileiras de capital aberto que efetuaram recompras com base nos dados da CVM, no período de 2018 a 2023, em confronto com todos os procedimentos autuados (ser autuado é dar entrada no sistema) no MPT como *proxy* para poder dos trabalhadores (*labor power*).

No Brasil, as recompras só são permitidas como ofertas públicas, realizadas a partir de decisão do Conselho de Administração, com divulgação à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao mercado via fato relevante (Castro & Yoshinaga, 2019). Segundo o artigo 11 da resolução CVM 44, as companhias de capital aberto devem informar à autarquia, mensalmente, as negociações realizadas com suas próprias ações, incluindo a forma de aquisição, o preço e a data das negociações. Assim, todas as transações que envolvem recompras devem ser entregues à CVM mensalmente (Resolução CVM 44, 2021) e estão disponíveis no site da entidade.

Testaremos também a relação entre os procedimentos autuados e os dividendos pagos, para comparação com as recompras. Esperamos que não exista relação ou que a relação negativa seja mais fraca entre *labor power* e dividendos, vistos serem um direito assegurado aos acionistas no Brasil e em razão de não gozarem da flexibilidade de que gozam as recompras, como argumentam Ni et al (2020). Para Iyer e Rao (2017), a expectativa quanto aos dividendos é que, uma vez iniciados os pagamentos, espera-se a sua regularidade, diferentemente das recompras, para as quais não se espera um compromisso. A flexibilidade financeira diz respeito à decisão de usar o caixa para retornar dinheiro ao acionista ou utilizá-lo de outra forma (Iyer & Rao, 2017), como novos projetos, aumento de salários, melhorias nas condições de trabalho. Assim, o conflito entre trabalhadores (um grupo de *stakeholders*) e acionistas deve recair principalmente na decisão de recomprar ou não ações, e não na decisão de distribuir ou não dividendos.

A análise proposta neste trabalho é importante sob várias perspectivas. Primeiro, auxilia o MPT e os Procuradores do Trabalho a verificar o montante de recompra efetuados pelas empresas alvo das denúncias alertando-os quando da recusa em cumprimento da legislação por parte das empresas com alegação de falta de dinheiro ou quando há eventual pedido de parcelamento de multas ou ainda nos processos judiciais com pedido de dano moral. Assim, analisar as recompras é analisar se a empresa tem capacidade de pagamento e se ela escolhe

destinar seus recursos aos acionistas ou aos trabalhadores, usando o caixa para melhorar salários, o ambiente de trabalho, ou simplesmente cumprir a legislação trabalhista.

Segundo, analisar a relação entre denúncias no MPT e recompras fornece *insights* sobre a força das penalidades impostas aos ofensores à lei, ou seja, se elas são capazes de inibir condutas de possíveis outros infratores. O descumprimento da legislação trabalhista e o cálculo de um valor pelo descumprimento não é uma questão só no Brasil. Segundo Freeman (2011) empresas nos Estados Unidos aprenderam que as penalidades por descumprimento da legislação trabalhista, o *National Labor Relations Act* (NLRA), são brandas, fazendo com que as empresas não se importem com tais custos. Assim, para coibir o comportamento ilegal seria necessário fortalecer os remédios contra atos ilegais como danos punitivos.

Punitive damages, ou danos punitivos em português, segundo McMichael e Kip Viscusi (2017) são para punir comportamentos de forma a não serem repetidos no futuro. Se bem ajustados, podem inibir comportamentos lesivos no futuro, mas, se mal calibrados, podem fazer com que indivíduos sejam levados a abusar ou a nem considerar essa questão. Assim, entender melhor a relação entre os gastos das empresas com violações da lei trabalhista e com recompras ajuda a ponderar o rigor financeiro com que tais violações estão sendo punidas.

A fim de exemplificar a relação entre o descumprimento da legislação, e a punição imputada que parece não intimidar ofensores à lei, podemos citar alguns casos observados durante a pesquisa. O primeiro caso, um processo sigiloso na PRT2, de um TAC assinado em 2015 por uma empresa listada na B3, do setor de transporte e armazenamento, com não cumprimento da cota de contratação de pessoas com deficiência ou reabilitadas conforme previsto na lei. No TAC, o procurador deu prazo até 2019 para que a empresa cumprisse metade desta cota, quando os 50% restantes seriam prorrogados até 2024 (prazos dados pelo Procurador). Até 2019, os primeiros 50% não tinham sido cumpridos, houve o pagamento de multa imputada e, no mesmo ano, o valor gasto com recompras de ações foi 10 vezes superior à multa estipulada.

O segundo caso, uma empresa do setor varejista firmou um TAC em 2015 se obrigando a não descumprir questões relacionadas à jornada de trabalho em quatro cláusulas, que em caso de descumprimento, a levaria a uma multa de 10 mil reais por cláusula acrescida de mil reais por empregado encontrado em situação de descumprimento. Já foram aplicadas e pagas duas multas no montante de quase dois milhões de reais em parcelas nos anos de 2018 a 2020. As recompras totalizaram quase três milhões no período de 2019 a 2023. Já há nos autos um novo cálculo de multa no montante de cerca de três milhões dos quais a empresa ainda não foi

notificada, com solicitação de documentos por parte da perícia referentes a mais empregados, podendo então, após verificação, levar a uma majoração da multa.

O terceiro caso, outra empresa varejista teve um TAC firmado em 2022, se obrigando a cumprir jornada de trabalho em duas cláusulas, cujo descumprimento a levaria a pagar uma multa no valor de cinco mil por empregado e por mês verificado. Foi aplicada uma multa de cerca 100 mil reais em 2022 e uma multa de cerca de 200 mil reais que a empresa informou que, segundo ela deveria ser de 100 mil, e o Procurador entendeu por bem cobrar a média entre os dois cálculos, aceitando em arredondar para 150 mil reais, pagos em 2023. A empresa agora tenta discutir se o TAC tem validade para toda PRT2 ou não, alegando que deveriam ser analisadas somente as filiais alvo da denúncia. As recompras da empresa chegaram ao montante de cerca de 12 milhões em 2022 e 120 milhões em 2023.

Em todos os casos os valores de multas parecem não inibir as decisões de recompras das empresas, e o valor acordado em TAC parece não inibir comportamentos ofensivos à lei.

Terceiro, sob a perspectiva dos acionistas, no curto prazo, seria mais vantajoso que a empresa destinasse o maior valor possível a eles, sem pagamento de multas, danos morais, talvez não importando no cumprimento ou não da legislação, avaliando apenas seu retorno ao capital investido. Porém, no longo prazo, o prejuízo reputacional pode trazer prejuízos financeiros devido a greves, boicotes etc. Assim, entender o *labor power* é importante também para a análise do retorno de longo prazo dos acionistas.

Quarto, o trabalho traz contribuições também à sociedade em geral, visto que as multas cobradas pelo MPT em âmbito administrativo e os pedidos de dano moral coletivo em Ação Civil Pública (ACP) no âmbito judicial, podem ser destinadas a entidades e órgãos públicos ou privados, sem fins lucrativos, que têm por objetivo promover direitos sociais relacionados ao trabalho, conforme artigo primeiro da Resolução CSMPT 179/2020² (Resolução CSMPT 179, 2020).

Finalmente, do ponto vista teórico esse trabalho preenche algumas lacunas na literatura trazendo dados únicos para medir a força dos trabalhadores, dados estes que não dependem de divulgação discricionária da empresa e da mídia (como geralmente acontece com as medidas de *Environmental, Social, and Governance* (ESG)), o que só é possível no âmbito brasileiro, com a existência de uma instituição que fiscaliza o cumprimento das leis trabalhistas, diferentemente dos EUA, onde outros trabalhos como Chen, et al. (2015) utilizaram apenas a taxa de sindicalização como *proxy*.

Não obstante, é preciso considerar algumas limitações às conclusões do trabalho, principalmente os potenciais vieses (não observáveis) de julgamento dos Procuradores. É

possível que haja perfis de empresas com maior probabilidade de terem suas denúncias levadas à frente pelos Procuradores, como empresas de maior porte, empresas com melhor situação financeira, ou empresas com mais controvérsias na mídia. Nesta linha, uma sugestão de pesquisa futura é controlar pela reputação e notoriedade na mídia de violações dos direitos dos *stakeholders*.

O restante do trabalho está dividido em referencial teórico (Capítulo 2), metodologia (Capítulo 3), análise de resultados (Capítulo 4) e considerações finais (Capítulo 5).

2 Referencial teórico

2.1 Política de dividendos e de recompras

A decisão de quanto e como remunerar os acionistas é chamada de política de *payout* (Allen & Michaely, 2003), sendo uma decisão dinâmica e regular, se relacionando com outras decisões financeiras (como alavancagem, folga financeira) e decisões de investimentos. A empresa pode retornar dinheiro aos acionistas via distribuição de dividendos ou usando o dinheiro para recomprar suas próprias ações (Castro & Yoshinaga, 2019; Iyer & Rao, 2017). No caso das recompras os acionistas são remunerados via ganhos de capital, ao venderem as suas ações com lucro de volta à empresa.

Há diferenças para as recompras nas legislações do EUA e do Brasil. Segundo Castro e Yoshinaga (2019) as recompras no mercado acionário brasileiro só podem ser feitas via ofertas públicas: ou ofertas públicas de aquisição (OPA), usadas principalmente nos casos de fechamento de capital ou recompra no mercado aberto, que são objeto desta pesquisa, a partir de decisão do Conselho de Administração da empresa e deve ser comunicada à CVM e ao mercado em um comunicado de fato relevante e pela entrega de documentos periódicos relatando a negociação de valores mobiliários de sua própria titularidade.

Diversos motivos podem ser levados em consideração pelas empresas na decisão de remunerar os acionistas via dividendos ou via recompras. Segundo Kahle (2002) a literatura de finanças tem nas hipóteses de sinalização e fluxo de caixa livre os argumentos mais importantes, sendo que em relação ao fluxo de caixa livre, tanto recompras quanto dividendos diminuem os conflitos de agência, visto que distribuem caixa aos acionistas em detrimento a projetos com Valor Presente Líquido (VPL) negativo, porém as primeiras são mais flexíveis, visto que não representam compromisso.

Para Kahle (2002) há evidências dessas duas hipóteses para o aumento nas recompras de 1993 a 1996 nos EUA, porém os resultados de seus estudos indicam que as opções de ações, não só de executivos bem como as de todos empregados, aumentam as recompras, visto ter

encontrado relação positiva entre o valor recomprado e o total de opções de ações de todos empregados. Nesse mesmo sentido Bens et al. (2003) estudaram e entenderam que as recompras de ações pelos executivos são influenciadas pelo gerenciamento da diluição dos lucros por ação quando há opções de ações dos empregados bem como para bater metas de crescimento de lucros por ação.

Jolls (1998) informa que recomprar as próprias ações é uma maneira de entregar valor aos acionistas, sendo que seu artigo investiga a hipótese de que quando os executivos possuem opções de ações eles tendem a escolher recompras no lugar de dividendos como política de pagamento das empresas. Para Jolls (1998), a empresa transfere valor aos acionistas de forma diferente de quando usa o dividendo, visto que as recompras não diluem o valor por ação compensando a saída de lucros com a diminuição no número de ações em circulação, aumentando o valor das opções de ações dos gestores após uma recompra, fazendo com o que as opções de ações tenham maior valor após recompras do que após distribuição de dividendos. Para a autora, que estudou empresas dos EUA com opções de compras de ações no ano fiscal de 1992, os executivos com opções de ações possuem altos valores a receber, que pesam na balança da escolha entre recompras e dividendos, sendo necessário considerar questões relacionadas ao conflito de agência na remuneração dos executivos.

Vermaelen (1981) testou quatro hipóteses como motivos para as recompras de ações no mercado acionário dos EUA: (i) sinalização ou informação (McNally 1999; Nohel & Tarhan, 1998), refletindo a falta de oportunidade de crescimento da empresa ou subavaliação da ações, (ii) dividendos (ou tributação individual), que diz respeito a vantagem fiscal das recompras sobre os dividendos nos países em que estes são tributados, (iii) alavancagem, que trata da recompra com assunção de dívida e a dedução fiscal do pagamento dos juros e (iv) expropriação dos detentores de títulos (*bondholders*), que implica em redução de recursos dos *bondholders* transferindo-os para os acionistas. Nos estudos de Vermaelen (1981) a sinalização explica os maiores retornos anormais ao redor do anúncio das recompras. Em média, há oferta de recompra das ações por um preço superior quando existe uma informação de lucros futuros melhores (Vermaelen, 1981).

Já para Nohel e Tarhan (1998) os motivos para recompras são a sinalização de informações e fluxo de caixa livre (McNally, 1999), ou seja, algumas empresas podem recomprar ações para informar fluxo de caixa futuro melhores, outras podem recomprar para não desperdiçar caixa com investimentos de VPL negativo (no mesmo sentido de Kahle, 2002). O estudo em questão foi feito com base nas recompras de ações de 1978 a 1991 das empresas americanas, com o foco no desempenho operacional após recompras, diferenciando do foco do

estudo de Vermaelen (1981). Segundo Nohel e Tarhan (1998), se a intenção em recomprar é sinalizar ao mercado que o desempenho está melhorando, isso deve refletir no resultado da empresa após a recompra, mas se a intenção é distribuir fluxo de caixa livre em prol de VPL negativo, o mercado deve reagir à recompra, e o desempenho melhor pode ou não acontecer (Noel & Tarhan, 1998). O resultado dessa pesquisa foi a hipótese de fluxo de caixa livre como explicação dominante, já que só houve melhora após a recompra no desempenho das empresas com baixo crescimento e os ganhos gerados se devem a melhor utilização e vendas de ativos. Assim, as recompras estão ligadas a uma reestruturação da empresa para reduzir seus ativos e não operações visando somente alterar a estrutura de capital da empresa.

Por outro lado, há evidências em prol do motivo da sinalização. Por exemplo, McNally (1999) fez um modelo motivado pela sinalização no qual empresas que recompram ações têm lucros mais altos, assim como empresas mais arriscadas e nas quais *insiders* têm uma participação mais alta. Testando o modelo com amostra do mercado acionário dos EUA, o autor mostra que quanto maior a proporção de ações a serem recompradas, maior é a reação positiva do mercado no anúncio. O autor também testou a sinalização contra outras hipóteses, inclusive a de fluxo de caixa livre, encontrando resultados significantes para a sinalização. Assim, para McNally (1999), a sinalização explica os retornos anormais visto que o mercado entende que há ganhos maiores pelo sinal e, conseqüentemente, aumenta a avaliação da empresa.

Jagannathan et al. (2000) ao analisar a escolha entre o pagamento aos acionistas via dividendos ou via recompras, descobriram que as empresas recompram ações após um desempenho ruim no mercado de ações e aumentam os dividendos após um bom desempenho. Desta forma, para eles, as recompras trariam mais flexibilidade financeira, visto que as empresas tendem a ir aumentando os dividendos ao longo dos anos, sendo como um compromisso, e uma diminuição não costuma ser bem-vista no mercado. A questão da flexibilidade também é estudada por Iyer e Rao (2017).

Iyer e Rao (2017) concluíram pela flexibilidade das recompras frente aos dividendos na política de *payout*, no estudo das empresas dos EUA, no período de crise de 2008-2009, visto que mais empresas reduziram os pagamentos por recompras em comparação com o pagamento via dividendos, sendo o desempenho das empresas que reduziram as recompras é melhor do que das empresas que reduziram o pagamento via dividendos. Para eles, nas recompras, não há a mesma expectativa de manutenção ou aumento de pagamento que há com os dividendos, ao longo dos períodos, bem como, quando há redução de recompras, tais empresas não são penalizadas como são as empresas que reduzem os pagamentos por meio de dividendos (Iyer & Rao, 2017).

Segundo Gelb (2000), dividendos, recompras e divulgações contábeis são sinais de seu desempenho para o mercado. Ele investigou, nas empresas americanas no período de 1981 a 1993, a preferência em sinalizar boas notícias com recompras e dividendos no lugar de divulgar informações contábeis. As empresas que têm boas notícias, e que enfrentam barreiras de entradas menores, tendem a usar recompras e dividendos para não divulgar informações privadas importantes e mais específicas (Gelb, 2000).

Para Grullon e Ikenberry (2000) e Huang et al. (2013), recompras como hipótese de sinalização para transmitir otimismo podem ser vistas tanto como uma tentativa de mostrar ao mercado um bom desempenho e, assim, indicar um aumento no fluxo de caixa futuro (sinalização de desempenho), quanto como uma discordância com a precificação das ações no mercado (sinalização de subavaliação). Nesse mesmo sentido da subavaliação, Bonaimé et al. (2014) estudaram a relação da estrutura de capital com as recompras e como a alavancagem e a subavaliação influenciam os preços nos anúncios de recompra, nas empresas dos EUA de 1990 a 2010. Os autores descobriram que as empresas subavaliadas têm mais benefícios nos ajustes de estrutura de capital efetuado com as recompras nos casos em que há subavaliação do patrimônio. Assim, as empresas usam as recompras como forma de sinalizar preços subavaliados e para ajustar sua estrutura de capital.

Já na linha de raciocínio de sinalização de desempenho futuros, Chen e Liu (2021) estudaram a relação das recompras com desempenho futuro e gerenciamento de resultados nas empresas de Taiwan, para entender a motivação do uso das recompras, e verificar o impacto do gerenciamento de resultado no anúncio de recompras e no desempenho futuro. O resultado dos estudos mostrou que gerenciamento de resultados está negativamente relacionado com probabilidade e frequência das recompras, desempenho operacional e retorno anormal em torno do anúncio. Empresas com menor probabilidade de gerenciar resultados tendem a recomprar mais e mais vezes suas próprias ações, têm um desempenho operacional positivo e há retornos anormais por dois anos após anúncio.

Segundo Chao e Huang (2022), apesar de ser uma forma de retorno do investimento dos acionistas, seria importante que as empresas avaliassem a necessidade de investimentos antes de fazer recompras, visto que os investimentos podem melhorar o desempenho operacional. As recompras e o desempenho operacional se relacionam positivamente e a flexibilidade financeira é muito importante no desempenho após a recompra (Chao & Huang, 2022).

Uma forma de investimento é o investimento nos trabalhadores. Segundo Bergman e Jenter (2007) a remuneração em opções de ações para empregados (que não da diretoria) cresceu muito na década de 90, visto que havia empresas que se beneficiavam dessa forma de

remuneração, com custos salariais mais baixos (portanto, maior lucro) quando suas ações estavam supervalorizadas e quando os empregados tinham um sentimento positivo em relação a elas.

As leis trabalhistas mais rígidas geralmente implicam em custos salariais mais altos e, portanto, tendem a diminuir o retorno ao acionista. Haw et al. (2018) trazem duas visões diferentes sobre a relação entre o poder dos trabalhadores (*labor power*) e o *payout* para os acionistas. Primeiro, trabalhadores capazes de barganhar por uma fatia dos resultados da empresa impõem uma restrição na distribuição de lucro para os acionistas, o que levaria a uma relação negativa entre o poder dos trabalhadores e a distribuição de lucro para os acionistas. Por outro lado, cientes do poder de barganha dos trabalhadores, gestores podem estrategicamente direcionar uma parcela maior dos resultados para os acionistas para diminuir o lucro disponível para os trabalhadores, levando a uma relação positiva entre o poder dos trabalhadores e o *payout*. Analisando alterações em leis trabalhistas de 39 países diferentes, os autores trazem evidências consistentes com a visão de barganha, isto é, trabalhadores com maior poder levam a menor *payout* para os acionistas. Empresas que passaram por mudanças na legislação fortalecendo os empregados reduziram o pagamento de dividendos e o *payout* total em comparação a empresas do mesmo setor que não passaram por essas mudanças (Haw et al., 2018).

Analisando especificamente as recompras, Chen et al. (2015) estudaram a relação entre o poder dos trabalhadores e as recompras de ações pelas empresas. Segundo os autores, empresas cujos trabalhadores têm maior poder de barganha podem ter menor chance de fazer recompras por diversos motivos. Primeiro, recompras aumentam a alavancagem, o que pode levar a maior risco de estresse financeiro resultando em eventuais demissões ou, pelo menos, menores benefícios aos trabalhadores. Segundo, como a literatura anterior relaciona recompras com melhor desempenho futuro (Noel & Tarhan, 1998; Huang et al. 2013), as recompras podem ser catalisadores para a exigência de maiores salários.

No entanto, Chen et al. (2015) argumentam que é possível que as recompras estejam alinhadas com os interesses dos trabalhadores quando elas são feitas de modo a evitar uma aquisição, que estão associadas a alteração no quadro de trabalhadores, ou quando os trabalhadores são remunerados com opções de ações. Além disso, se as recompras são capazes de aumentar o valor da empresa no longo prazo, elas também podem ser vistas como beneficiárias aos trabalhadores. Analisando o nível de sindicalização dos trabalhadores de empresas dos EUA de 1983 a 2012, os autores encontraram uma relação negativa entre o poder dos trabalhadores e as decisões de recompra, indicando que as recompras vão contra os

interesses dos trabalhadores. Não obstante, a relação é enfraquecida em empresas com maior risco de serem adquiridas por outras empresas e em empresas que remuneram os trabalhadores com opções de ações. Assim, os resultados indicam que as recompras são sensíveis ao nível de poder dos trabalhadores da empresa.

Os trabalhos de Chen et al. (2015) e Haw et al. (2018) levantam um conflito entre acionistas e trabalhadores especificamente no que diz respeito à destinação dos recursos da empresa para beneficiar ou remunerar cada grupo. Esta discussão pertence a um conflito maior, entre as teorias tradicionais de Finanças, segundo as quais o objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos acionistas, e a Teoria dos *Stakeholders*, segundo a qual a empresa não pode ser vista separadamente dos demais grupos que a compõem e que são afetados por ela. Para Boaventura et al. (2009) existem muitas discussões acerca de qual objetivo uma empresa deveria atender, se os acionistas ou demais *stakeholders*, se são teorias que se contrapõem ou se podem coexistir, se há que se olhar o desempenho econômico ou o desempenho social, no entanto, até o momento, não parece haver consenso entre pesquisadores. A próxima seção traz discussões acerca do conflito entre estas duas teorias.

2.2 Teoria dos *Shareholders* e Teoria dos *Stakeholders*

Segundo a Teoria dos *Stakeholders*, a responsabilidade da empresa é aumentar seus lucros (Jensen, 2001), desde que dentro das regras, sem fraudes (Friedman, 1970), e recomprar ações é uma forma devolver dinheiro aos acionistas (Jolls, 1998), sendo uma das formas de política de *payout*. Enquanto a Teoria dos *Shareholders* implica em maximizar os lucros, retornando valor aos acionistas, a Teoria dos *Stakeholders* é mais ampla, envolvendo todos que cercam a empresa, incluindo os empregados (Parmar et al., 2010; Boaventura et al., 2009).

Jensen (2001) argumenta que os gestores precisam satisfazer e ter apoio de todos os *stakeholders*, em uma relação equilibrada, que ele denomina de maximização esclarecida de valor e Teoria Iluminada dos *Stakeholders*. Ele argumenta ainda que a Teoria dos *Stakeholders* deixa confuso para os gestores e o Conselho de Administração o real objetivo de uma empresa, visto que atribui objetivos concorrentes a cada um dos *stakeholders*: funcionários querem condições de trabalho ótimas com salários altos, fornecedores querem vender com margens altas e clientes querem preços mais baixos com alta qualidade (Jensen, 2001).

Existem algumas evidências empíricas que sustentam a validade da Teoria dos *Stakeholders* nas empresas. Holder et al. (1998) descobriram que tantos os acionistas quanto os *stakeholders* que não aportam capital nas empresas (incluindo os empregados), influenciam a decisão sobre a política de dividendos da empresa. Este achado está coerente com os trabalhos

de Chen et al. (2015) e de Haw et al. (2015), que associam as políticas de *payout* com a força dos trabalhadores, e com o trabalho de Chen, Chen e Liao (2011), que mostram relação entre a força dos trabalhadores e a remuneração dos *bondholders*.

Para Kim (2009), focar excessivamente em maximizar valor ao acionista pode deixar de olhar um *stakeholder* importante, o trabalhador. Segundo o autor, o acionista pode diversificar seu capital financeiro em outras empresas, porém o trabalhador não. Este tira o seu sustento da empresa em que trabalha, e assim cria-se uma relação em que um depende do outro (relação entre empresa e trabalhador). Há várias formas do trabalhador participar da governança da empresa, existindo países em que um representante dos trabalhadores e/ou representante do sindicato ocupem um lugar no conselho de administração, ou ainda programas de aposentadoria, posse de ações, ou ainda participação em greves (Kim, 2009).

Kim (2009), para mostrar a força dos trabalhadores, citou o caso da empresa Posco, na Coreia, onde os executivos recusaram um aumento substancial de sua remuneração e dos dividendos mantendo-os proporcionais aos salários dos trabalhadores, buscando sinalizar alinhamento entre administração, acionistas e trabalhadores, em prol do bom relacionamento com trabalhadores e com o Sindicato. Redeker (2022) estudou a relação entre a poupança corporativa e o nível de proteção aos trabalhadores e descobriu que quanto mais rígidas as leis ou proteção ao emprego, menor a taxa de poupança do setor corporativo. Segundo o autor, o aumento da poupança corporativa não deixa que o dinheiro retorne para a economia real, seja para pagamento maiores a acionistas, ou investimentos ou aumentos salariais. A diminuição da organização da força de trabalho é um dos motivos que explicam o aumento das poupanças corporativas, que se tornam mais atraentes aos proprietários e gestores. Nesta linha, Redeker (2022) mostra uma relação negativa entre poupança corporativa e aumentos salariais e investimentos, em um estudo primeiramente com vinte e cinco países da OCDE durante 19 anos e em segundo lugar com empresas de capital aberto na Alemanha.

Segundo Woods et al. (2019) a relação entre poder do sindicato e a alavancagem financeira pode ser positiva, visto que os sindicatos, apesar de terem perdido força nos últimos anos, ainda tem impacto sobre as tomadas de decisões e sobre os resultados das empresas. Como gestores e sindicatos negociam os fluxos de caixa futuros e uma alavancagem pode devolver dinheiro aos acionistas, via recompras alavancadas por exemplo, e pode mostrar uma empresa com dificuldades financeiras, que pode reduzir os aumentos de salários pelos trabalhadores, a alavancagem seria um limitador da apropriação de renda pelos trabalhadores (Woods et al., 2019). Assim, para os autores, sindicatos com maior poder de negociação tendem a levar as empresas a se alavancarem mais.

Por outro lado, Woods et al. (2019) também argumentam que trabalhadores sindicalizados ganham mais salários e benefícios que os não sindicalizados e os valores devidos a empregados vêm em primeiro lugar que os detentores de dívida, o que resulta em menor capacidade de endividamento, resultando em uma relação negativa entre poder dos trabalhadores e alavancagem.

Essas duas versões contrastantes da relação entre alavancagem e poder dos trabalhadores são o pano de fundo do estudo de Woods et al. (2019) que testaram se há um efeito de substituição ou *crowding-out* nessa relação nas empresas dos EUA, no período de 1999 a 2013. Os achados deram conta de que há um efeito de substituição e uma relação negativa entre poder dos trabalhadores e alavancagem financeira, e tal efeito foi mais acentuado para as empresas de setores com muita mão de obra e sindicalizada (Woods et al., 2019). Assim, os achados suportam a hipótese de que quando a empresa dedica mais recursos aos trabalhadores, ela tem menor capacidade de endividamento.

Em linha com os achados de Woods et al. (2019), Kim (2009) argumenta que quando os trabalhadores têm direito de voto, dado por exemplo por planos de opções de ações para empregados, eles podem reivindicar remuneração muito maior, que se muito excessiva, essa remuneração pode destruir valor para as outras partes interessadas, como os acionistas. Dessa forma, espera-se que trabalhadores com maior poder limitem os gastos de recursos da empresa com credores (refletindo em menor alavancagem, como em Woods et al., 2019) e com os acionistas e gestores (como em Kim, 2009) podendo, inclusive, diminuir a remuneração via recompras (dada a sua flexibilidade).

As pesquisas revisadas aqui indicam, portanto, a existência de conflitos de interesses entre *shareholders* e os demais *stakeholders*, especificamente os trabalhadores, de modo que empresas que tomam ações que beneficiem um grupo podem prejudicar o outro. Considerando a flexibilidade das recompras, o gasto de caixa que as empresas têm ao efetuá-las e que seus beneficiários diretos são os acionistas, as decisões de recompras podem ser interpretadas como uma decisão tomada em favor deste grupo. No Brasil, os trabalhadores, por sua vez, têm como um dos principais meios de fazer valer os seus direitos através da atuação do MPT, que acolhe e investiga denúncias de violações das leis trabalhistas. Assim, a atuação do MPT pode ser vista como uma medida do poder da força de trabalho. Uma vez que se espera que empresas cuja força de trabalho tem mais poder são mais propensas a tomarem decisões favoráveis a seus trabalhadores, mesmo que em detrimento de seus acionistas, a primeira hipótese testada nessa pesquisa é:

H1: Empresas cujos trabalhadores ensejam maior atuação do MPT são menos propensas a fazer recompras.

Por outro lado, espera-se que essa relação negativa seja válida somente para as recompras, devido à sua inerente flexibilidade em comparação aos dividendos. Assim, a segunda hipótese testada nesta pesquisa é que:

H2: A relação negativa entre a maior atuação do MPT ensejada pelos trabalhadores e os pagamentos de dividendos é mais fraca.

Esperamos que não exista relação ou que a relação negativa seja fraca entre *labor power* e dividendos, visto serem um direito assegurado aos acionistas no Brasil e em razão de não gozarem da flexibilidade de que gozam as recompras. Para Iyer e Rao (2017), a expectativa quanto aos dividendos é que, uma vez iniciados os pagamentos, estes sejam regulares, diferentemente das recompras, para as quais não se espera um compromisso. A flexibilidade financeira diz respeito à decisão de usar o caixa para retornar dinheiro ao acionista ou utilizá-lo de outra forma (Iyer e Rao, 2017) como novos projetos, aumento de salários ou melhores condições de trabalho. Não obstante, é preciso considerar que gastos com multas por descumprimento da legislação, bem como os gastos com melhoria no ambiente de trabalho ou em melhores condições de trabalho são considerados como despesas que deduzem o lucro e, portanto, diminuem o valor disponível para o pagamento de dividendos. Assim, é possível que haja alguma relação entre a força dos trabalhadores e os pagamentos de dividendos, mesmo que mais fraca que a que considera as recompras.

Do ponto de vista do conflito de interesses entre trabalhadores e acionistas, a relação entre os procedimentos autuados e os dividendos pagos pode não ser tão forte quanto a relação com as recompras, visto que os dividendos, como são obrigatórios no Brasil³, são percebidos como um compromisso constante (Iyer & Rao, 2017; Jagannathan et al. 2000) e podem não ser vistos como uma afronta como as recompras, que, como não são obrigatórias, podem vir a ser adiadas ou canceladas sem que o mercado reaja tão negativamente, como no caso dos dividendos (Iyer & Rao, 2017).

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Amostra e dados

3.1.1 Força dos trabalhadores: atuação do MPT

O MPT é dividido em 24 regionais, sendo que esta pesquisadora está lotada na Procuradoria Regional do Trabalho da Segunda Região (PRT 2), que abrange São Paulo -

Capital e mais cinco municípios: Barueri, Guarulhos, Mogi das Cruzes, Santos e São Bernardo do Campo. A Procuradoria da 15ª Região abrange o restante de São Paulo (Manual de Rotinas . . . [2021]).

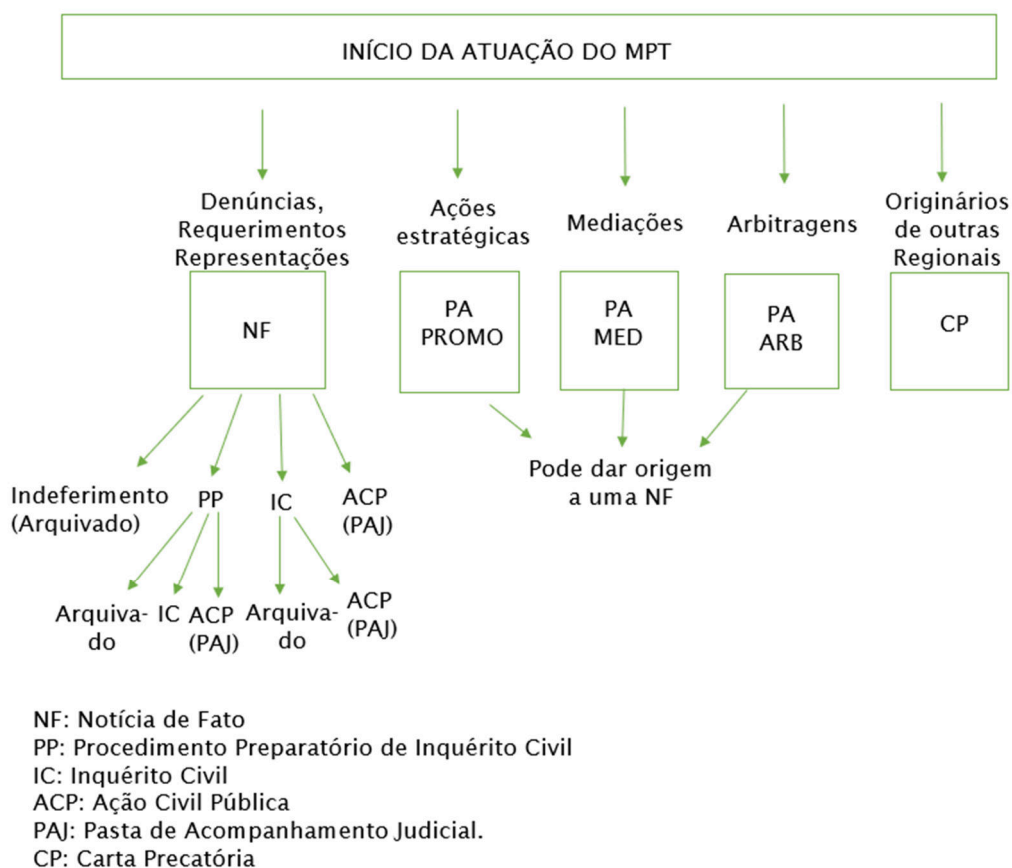


Figura 2. Fluxograma da atuação do MPT

A tramitação de procedimentos segue a resolução 69/2007 do CSPMT (Manual de Rotinas . . . [2021]) e segue esquematizado na Figura 2, demonstrando como se iniciam os procedimentos e o fluxo de análise do MPT. Segundo a Figura 2, o MPT inicia sua atuação através de denúncias (que para o MPT são chamadas Notícias de Fato (NF)) e à medida que são analisadas e a critério do Procurador podem ser indeferidas, convertidas em Procedimentos Preparatórios ou Inquéritos Cíveis ou ainda em Ações Cíveis Públicas. Outras formas de início de atuação do MPT são o Procedimento Administrativo Promocional de Políticas Públicas (PA-PROMO), Procedimento Administrativo de Mediação (PA-MED) e Procedimento Administrativo de Arbitragem (PA-ARB) que tratam de ações estratégicas no interesse da sociedade, mediações e arbitragens, respectivamente. Esses três tipos também podem dar origem no curso da avaliação à uma NF.

Conforme resolução 69/2007 do CSMPT, que disciplina a tramitação das investigações, os Procuradores do Trabalho podem instaurar, de ofício ou via representação de qualquer órgão ou cidadão, Inquérito Civil (IC) ou antes dele Procedimento Preparatório de Inquérito Civil (PP) para apurar fatos que dizem respeito ao descumprimento da legislação trabalhista em relação a direitos tutelados pelo MPT (Manual de Rotinas . . . [2021]).

No MPT, uma denúncia ou representação é uma Notícia de Fato (NF) que a partir da distribuição o Procurador tem 30 dias para averiguações, prorrogáveis por uma vez por mais 90 dias, e em caso de não indeferimento é feita a conversão em PP ou IC, a cargo do membro (Manual de Rotinas. . . [2021]). O indeferimento pode ser feito com base no artigo 5º da resolução 69/2007, nos casos em que:

a) evidência de os fatos narrados na representação não configurarem lesão aos interesses ou direitos mencionados no artigo 1º desta Resolução; b) o fato denunciado ter sido ou estiver sendo objeto de investigação ou de ação civil pública; c) os fatos apresentados já se encontrarem solucionados; e d) o denunciado não ser localizado (Artigo 5º da Resolução 69/2007 CSMPT, p.3).

Em caso de indeferimento, o denunciante ainda pode abrir um recurso (Artigo 5º da Resolução 69/2007 CSMPT). O PP será analisado no prazo de 90 dias prorrogável mais uma vez por igual prazo e ao fim poderá arquivar, ajuizar Ação Civil Pública (ACP) ou converter em IC, que deve ser concluído em um ano prorrogável por quantas vezes forem necessárias, por decisão devidamente fundamentada, em vista da necessidade de averiguações (Manual de Rotinas. . . [2021]).

Os Procuradores do Trabalho também atuam por meio de PA-PROMO que são ações estratégicas que o próprio MPT, por meio de suas coordenadorias, pode vir a promover em prol da sociedade, para investigar irregularidades na conduta de um setor ou um conjunto de empresas em relação aos bens tutelados ou promoção de políticas públicas (Manual de Rotinas da Coord1, 2021). Um PA-PROMO pode dar origem a NF(s), PP(s) ou IC(s) ou ainda ACP(s).

Há ainda os PA MED que são do tipo mediação, distribuídos apenas aos Procuradores do Núcleo Permanente de Incentivo à Autocomposição (NUPIA) que atuam na solução de conflitos coletivos de trabalho e busca de um consenso de forma mais rápida entre as partes envolvidas, e os PA ARB, que são do tipo arbitragem. E há ainda as Cartas Precatórias (CP) que são procedimentos originados em uma regional, enviadas a outra regional para averiguações no destino, como tomada de depoimentos presencialmente entre outras providências a cargo do destino (Manual de Rotinas da Coord1, 2021).

Na fase de averiguações, o membro pode colher as provas permitidas na lei que julgar necessárias para esclarecimentos do fato. Conforme seu convencimento, o Procurador pode fazer recomendações ou vir a firmar Termo de Ajuste de Conduta, de forma a adequar a conduta do responsável pelo dano à lei, reparar danos e/ou indenização pelos danos (Manual de Rotinas. . . [2021]). Ainda no curso de averiguações, o Procurador pode fazer anexação (juntar um procedimento a outro) ou apensamentos (fazer referência de um procedimento em outro) de procedimentos o que na primeira hipótese o procedimento anexado tem o status alterado para desativado, somente recebendo trâmites o procedimento que o recebeu, e na segunda não há alteração do status havendo apenas uma referência em ambos (Manual de Rotinas. . . [2021]). Quando um Procurador entra com uma Ação Civil Pública (ACP) (que é a judicialização do procedimento que antes corria apenas na esfera administrativa) ele pode ou não arquivar o IC ou PP ou NF, em função de sua independência funcional, dando origem a uma Pasta de Acompanhamento Judicial (PAJ). (Manual de Rotinas da Coord1, 2021).

A partir da autuação da NF, os acontecimentos podem alterar o status do procedimento. As NF indeferidas, por exemplo, têm o status de arquivadas, já nas anexações de procedimentos, o status muda para desativado, assim como os procedimentos com remessa a órgão diverso do MP ou outro ramo do MP, ou outra unidade do MPT em outra região.

A Tabela 3 descreve os possíveis status de um procedimento no MPT, que podem ser arquivado, arquivado com TAC, ativo, CCR, CRJ, desativado e em acompanhamento. Os procedimentos em acompanhamento e os ativos são aqueles ainda em curso, sendo que os primeiros são aqueles que já tem TAC. Os arquivados são aqueles já resolvidos por diversos motivos como ajuizamento de ACP, adequação de conduta etc. Os desativados são aqueles anexados a outros ou ainda os remetidos a outro órgão ou regional. Os CCR são aqueles que remetidos para análise quanto a arquivamento por exemplo e finalmente os CRJ são aqueles em acompanhamento no Tribunal Superior do Trabalho (TST).

Tabela 3

Identificação dos status possíveis no MPT

Status	Descrição
Arquivado	Procedimentos arquivados por adequação de conduta, ajuizamento de ação, ausência de interesses tuteláveis ou de repercussão social, denunciado não localizado, existência de investigação ou ação com objeto idêntico, não constatada irregularidade, perda de objeto
Arquivado com TAC	Procedimentos arquivados com termo de ajuste de conduta cumprido
Ativo	Procedimentos em andamento
CCR	Procedimentos remetidos à Câmara de Coordenação e Revisão do MPT para análise de promoção de arquivamento, conflito de atribuição e declinação de atribuição
CRJ	Procedimento de acompanhamento de ação judicial em que o MPT é órgão agente ou órgão interveniente (fiscal da lei) remetidos ao MPT em Brasília/DF para acompanhar julgamento de recurso junto ao TST
Desativado	Procedimento com autuação cancelada, anexado a outro procedimento em andamento ou com remessa a instituição diversa do MP, outro ramo do MP ou outra unidade do MPT em outra região.
Em acompanhamento	Procedimento em andamento com termo de ajuste de conduta assinado

A Tabela 4⁴ relaciona todas as NF autuadas por ano, de 2018 a 2023, em face de todos os empregadores (Pessoa Física, ME, LTDA, SA de capital fechado etc.), e na Tabela 5 encontram-se todas as demais classes de procedimentos distribuídos aos Procuradores em relação a todos os empregadores (conversões em PP, IC, PA-PROMO, bem como PAJ etc.) nos anos de 2018 a 2023.

Tabela 4

Total de NF autuadas por ano

NF autuadas	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total	98.387	93.897	93.533	75.636	88.552	126.356

Para esta pesquisa, a quantidade de procedimentos por CNPJ e por ano considera qualquer classe (NF, PP, IC, PAJ, PA PROMO, etc.) e status (arquivado, arquivado com TAC desativado, em acompanhamento, ativo etc.), excluídos os repetidos, visto que uma NF pode ter sido convertida em PP ou IC (caso em que os números continuam os mesmos), ter sido encaminhada para a Câmara de Coordenação e Revisão (CCR) (caso em que o número aparece na unidade e na CCR, de forma duplicada, foram excluídos) ou ainda ter se transformado em judicial, numa ACP, e portanto agora ser um Procedimento de Acompanhamento Judicial (PAJ), com outro número.

Tabela 5

Demais classes de procedimentos distribuídos por ano

ANO	PP	IC	CP	PA-MED	PA-ARB	PA-PROMO	PAJ
Procedimentos distribuídos							
2023	17.722	28.268	346	1.954	1	962	6.308
2022	13.822	24.580	170	2.390	0	739	5.235
2021	19.168	23.120	220	2.238	1	1.207	5.585
2020	15.152	28.498	379	1.554	0	1.341	5.531
2019	11.722	27.946	698	1.896	3	629	6.563
2018	11.068	27.385	691	1.870	1	532	5.915

Elaboração própria com dados de MPT Gaia, sistema do MPT

Assim, na quantidade de procedimentos por CNPJ, foi utilizada todas as classes e status autuados em face da empresa, visto que na quantificação do MPT não há separação de procedimentos em razão de terem sido indeferidos, ou anexados a outro procedimento em vista de tema correlato, os que foram remetidos a outras regionais ou com remessa a instituição diversa do MP, outro ramo do MP ou outra unidade do MPT em outra região ou ainda as autuações canceladas por erro como duplicidade.

A amostra de empresas estudadas é formada por aquelas que potencialmente podem fazer recompra de ações, isto é, são as empresas com capital aberto. A lista dessas empresas foi retirada do *software* Economatica, *Screening*, ações, com retirada do filtro ativo/cancelado, e apenas uma classe por empresa, que retornou uma lista com 856 empresas e 788 CNPJ. A partir desses CNPJ buscou-se no sistema do MPT, entre 11 de agosto de 2023 e 25 de janeiro de 2024, aqueles com procedimentos autuados, restando 568 CNPJ. Excluídos os anteriores a 2018 e os de 2024, em razão da amostra de 2018 a 2023, e excluídos os duplicados⁵ restaram 432 CNPJ e 9632 procedimentos no total.

A Tabela 6 demonstra a quantidade de procedimentos autuados em face das empresas listadas, por ano e por setor, de acordo com o primeiro nível do *North American Industry Classification System* (NAICS), diferente das tabelas anteriores que demonstravam todos os empregadores, independentemente de serem listados na bolsa.

Tabela 6
Procedimentos autuados por ano e por setor

Setor NAICS nível 1	Procedimentos por ano						Total
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás	99	337	174	268	126	133	1.137
Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça	7	3	8	5	6	6	35
Administração de empresas e empreendimentos	5	10	4	2	18	2	41
Empresa de eletricidade, gás e água	254	219	213	194	215	306	1.401
Serviços financeiros e seguros	343	290	358	289	270	279	1.829
Construção	112	105	99	61	53	43	473
Indústria manufatureira	284	270	319	255	274	276	1.678
Comércio atacadista	16	45	20	6	13	20	120
Transporte e armazenamento	55	49	52	41	45	56	298
Imobiliária e locadora de outros bens	12	15	8	16	17	38	106
Assistência médica e social	34	35	46	14	49	112	290
Comércio varejista	258	196	202	149	160	235	1.200
Informação	63	76	82	64	74	60	419
Educação	32	20	42	20	18	42	174
Serviços de apoio a empresas e gerenciamento de resíduos e remediação	52	25	65	72	49	16	279
Artes, entretenimento e recreação	4	10	3	6	5	11	39
Serviços profissionais, científicos e técnicos	1	1	0	0	0	0	2
Hotel e restaurante	11	21	18	8	26	26	110
Outros serviços (exceto administração pública)	0	1	0	0	0	0	1
Total	1.642	1.728	1.713	1.470	1.418	1.661	9.632

Pela Tabela 6, pode-se verificar que o setor de serviços financeiros e seguros é o destaque seguido do setor de indústria manufatureira, das empresas de eletricidade, gás e água e do setor varejista.

A Figura 3 apresenta uma análise gráfica da Tabela 6, demonstrando os setores com maior quantidade de procedimentos por ano. O setor de serviços financeiros foi o maior em quantidade de procedimentos autuados em 2018, 2020 e 2021. Para construção dessa Figura, agrupamos em Outros os setores cujos totais não superaram a marca de 100 procedimentos.

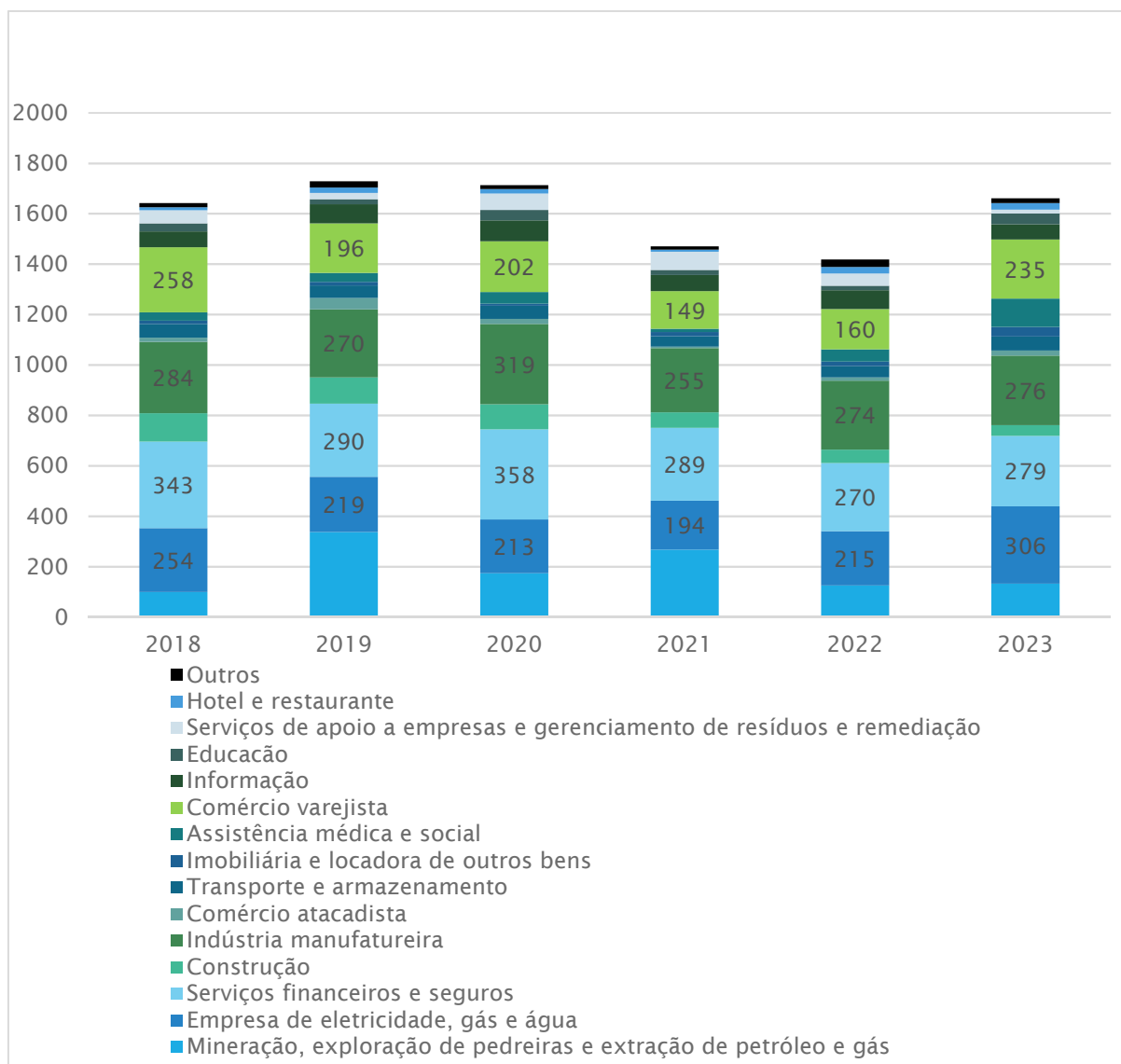


Figura 3. Procedimentos autuados por ano e por setor

Na Tabela 7 apresenta-se a quantidade de procedimentos autuados por níveis de governança da B3.

Tabela 7

Procedimentos autuados por ano e por nível de governança

Nível de Governança	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Ações inativas	206	185	137	114	121	123	886
Balcão Organizado	24	28	11	16	20	17	116
Bovespa Mais	12	12	34	9	67	17	151
Bovespa Mais Nível 2	4	6	5	5	0	6	26
Nível 1	139	160	138	129	111	151	828
Nível 2	134	117	169	134	108	166	828
Novo Mercado	732	903	798	693	634	841	4601
Tradicional	391	317	421	370	357	340	2196
Total	1642	1728	1713	1470	1418	1661	9632

A grande parte das autuações foram em face das empresas do novo mercado, seguido do segmento tradicional, como a Figura 4 demonstra mais claramente. Essa maior quantidade em relação ao Novo Mercado pode ser explicada pela maior parte das empresas da amostra serem do Novo Mercado (25% do total de empresas).

As ações inativas são aquelas ações para as quais não se apresenta histórico a classificação por nível de governança, em razão da inatividade.

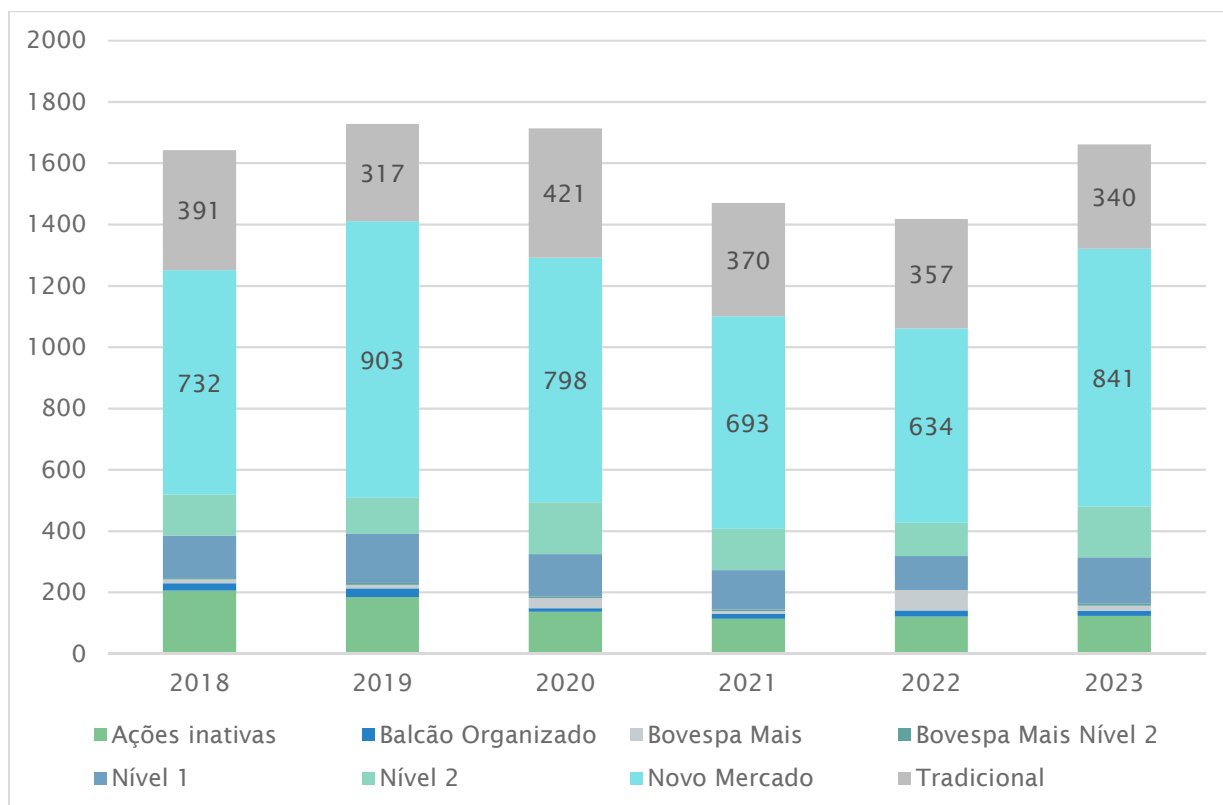


Figura 4. Procedimentos autuados por ano e por nível de governança

Na Introdução, foi comentado que a variável número de procedimentos no MPT (PROC) é mais precisa e mais confiável que as medidas ESG para medir a força dos trabalhadores porque ela não depende da divulgação discricionária da empresa ou da mídia. Não obstante, avaliamos como a nossa medida se comporta em relação àquelas compondo o Escore Social da base de dados de ESG da *London Stock Exchange Group (LSEG) Workspace* (anteriormente, Refinitiv). A Tabela 8 mostra a correlação entre o número de procedimentos autuados (PROC), o Escore do Pilar Social e mais algumas das subvariáveis que o compõem e que estão diretamente relacionadas aos empregados: Força de Trabalho (uma das quatro categorias que compõem o Pilar Social), Representação Sindical, ocorrência de Greve, e o nível de satisfação dos empregados (que, por sua vez, ajudam a compor o Escore de Força de Trabalho). Como é possível ver na Tabela, PROC tem correlação positiva com os Escores do Pilar Social e da

categoria Força de Trabalho, e com a ocorrência de Greves. Já a representação sindical e o nível de satisfação dos empregados têm correlação baixa e negativa com os procedimentos autuados no MPT.

Tabela 8

Correlação entre Procedimentos e métricas de *Labor Power* da Refinitiv

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) PROC	1					
(2) Escore Força de Trabalho	0,28	1				
(3) Escore Pilar Social	0,32	0,84	1			
(4) Representação Sindical	-0,02	0,26	0,14	1		
(5) Greve	0,32	0,13	0,13	-0,01	1	
(6) Satisfação dos empregados	-0,07	0,07	0,15	-0,13	-0,17	1

3.1.2 Recompras de ações

Conforme comentado na Seção 1, o anúncio de um plano de recompras de ações deve ser divulgado pelas empresas de capital aberto em Fato Relevante, que são documentos não estruturados. Os planos de recompras ativos em cada ano devem ser divulgados também no Formulário de Referências (FRE), documento estruturado divulgado anualmente, identificando data da deliberação do plano, data de início e de fim, valor em reserva disponível para recompras. No entanto, não necessariamente a empresa de fato faz as recompras planejadas, ou as faz, mas não em sua totalidade. Desta forma, para tabular as recompras que de fato foram executadas em cada ano, foram usados os formulários de Valores Mobiliários Negociados e Detidos (VMND), que são entregues mensalmente pelas empresas de capital aberto, explicitando todas as transações com valores mobiliários e derivativos envolvendo os controladores, o Conselho de Administração, a Diretoria, o Conselho Fiscal e os órgãos técnicos ou consultivos.

Todos os documentos de VMND enviados pelas empresas à CVM foram coletados do site da autarquia para os anos de 2018 (manualmente), 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023 (usando o R a partir dos links fornecidos no Portal de Dados Abertos da CVM⁶). Após a coleta, os PDF foram processados no R e, a partir de análise textual, foram identificadas todas as movimentações que envolviam a palavra “compra”. Dentre as transações documentadas nos VMND estão venda à vista de ações, ações decorrentes do exercício de opções de compra, exercício de bônus de subscrição, desdobramento, bonificação, entre outros. Operações identificadas como “compras”, “compras à vista” e “compras a termo” foram consideradas como recompras, sendo tabulados (i) a classe da ação, (ii) o dia da transação, (iii) a quantidade

de ações recompradas, (iv) o preço e (v) o volume em R\$. Após tabulação inicial feita através do R, os dados foram conferidos e limpos manualmente, batendo as informações com as tabelas dos PDF originais. Os dados estão disponíveis no *site* do Centro de Estudos em Mercado de Capitais e Relações Internacionais.

Pela Tabela 9, pode-se verificar que o setor de indústria manufatureira é o destaque seguido do setor de serviços financeiros e seguros, das empresas de eletricidade, gás e água e do setor de assistência médica e social, demonstrado mais claramente na Figura 5. O ano com maior volume de recompras é o de 2023, e o menor, 2020.

Tabela 9
Recompras por ano e por setor

Setor NAICS Nível 1	Recompras por ano (em R\$ 1.000,00)						Total
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Administração de empresas e empreendimentos	32.230,03	147.396,71	215.232,12	281.098,33	83.031,65	497.659,82	1.256.648,66
Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça	84.801,98	3.876,54	5.412,43	289.201,09	88.898,53	87.526,32	559.716,89
Artes, entretenimento e recreação		341,81	1.431,25		4.012,74	10.166,80	15.952,61
Assistência médica e social	77.308,91	39.095,64	17.083,62	397.960,42	132.224,32	2.606.985,64	3.270.658,56
Comércio atacadista	6.207,97	962.813,02	281.604,50	41.543,24	156.482,65	249.775,35	1.698.426,74
Comércio varejista	151.368,81	177.776,48	43.073,33	141.448,60	335.819,54	77.775,25	927.262,01
Construção	137.842,09	209.541,61	134.631,13	650.071,42	308.040,70	300.534,52	1.740.661,47
Educação	496.803,67	42.498,20	13.988,03	11.414,64	90.423,33	2.673,10	657.800,97
Empresa de eletricidade, gás e água		1.111.807,03	373.110,35	1.276.418,03	2.657.433,73	1.231.625,36	6.650.394,50
Hotel e restaurante			154,86	506,46	2.458,04	-	3.119,36
Imobiliária e locadora de outros bens	79.073,38	179.704,52	44.720,11	27.197,36	157.102,32	81.794,94	569.592,63
Indústria manufatureira	771.374,46	1.594.527,97	1.878.998,56	1.295.017,23	1.816.249,79	6.157.576,50	13.513.744,51
Informação	114.692,10	2.484,65	8.962,29	106.634,40	17.721,55	58.605,18	309.100,17
Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás	2.477.896,96	10.529,50	179.596,33	97.795,75	766.166,90	135.211,91	3.667.197,36
Serviços de apoio a empresas e gerenciamento de resíduos e remediação	10.018,95	37,68		13.963,91	174,23	230,05	24.424,82
Serviços financeiros e seguros	1.479.104,61	3.195.008,54	711.259,97	3.977.078,40	1.005.560,44	382.246,84	10.750.258,81
Serviços profissionais, científicos e técnicos		566,18	20.462,92	2.781,45	32.119,29	13.885,06	69.814,90
Transporte e armazenamento	390.698,59	152.910,09	36.881,87	19.357,11	2.085.097,90	83.582,61	2.768.528,16
Total Geral	6.309.422,52	7.830.916,19	3.966.603,67	8.629.487,82	9.739.017,67	11.977.855,26	48.453.303,13

Elaboração própria com dados da CVM e Economatica

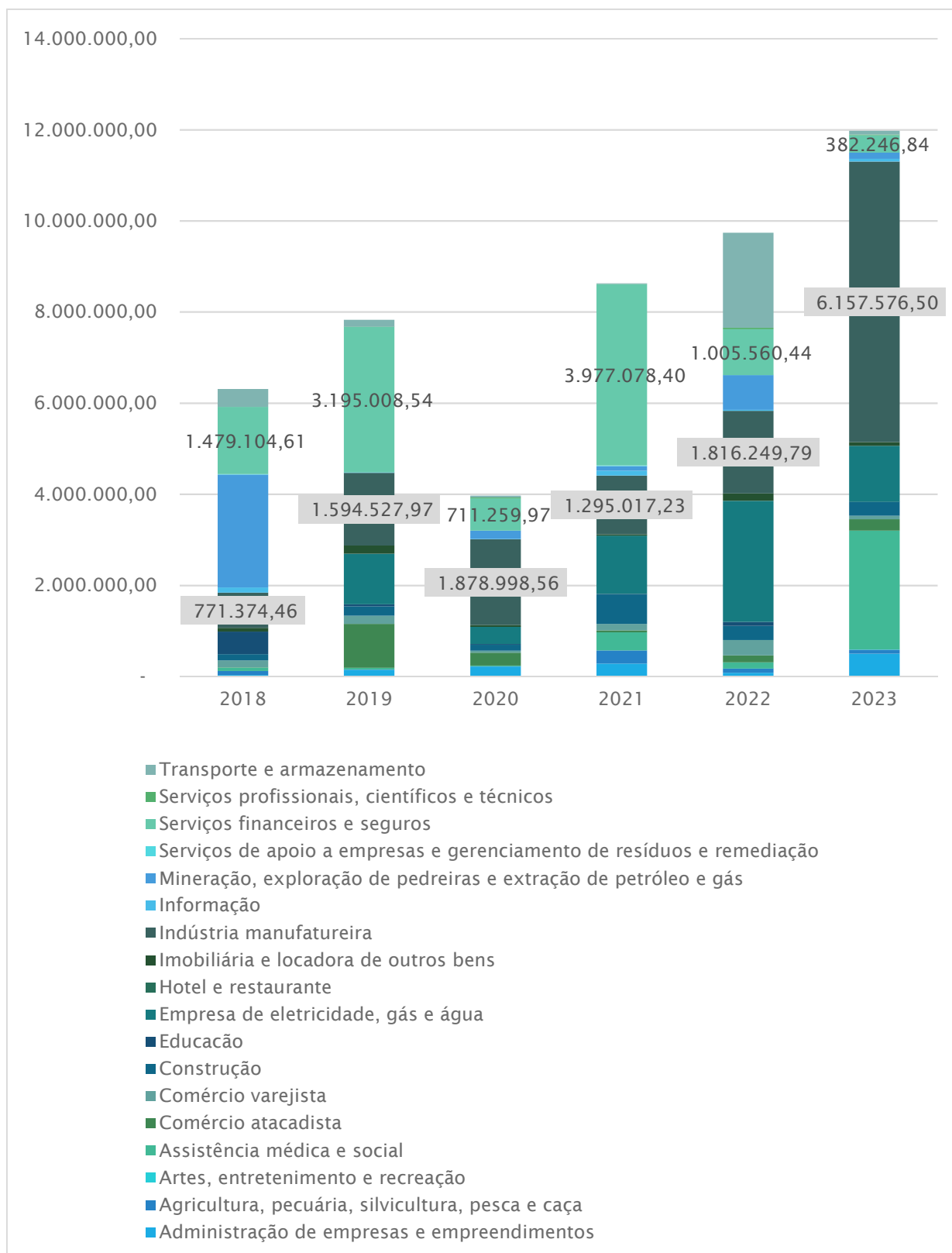


Figura 5. Recompras por ano e por setor

A Tabela 10 apresenta a quantidade de recompras por níveis de governança da B3, demonstrando, juntamente com a Figura 6 que grande parte das recompras foram feitas pelas empresas listadas no Novo Mercado, seguido do Nível 1.

Tabela 10
Recompras por ano e por nível de governança

Níveis de Governança	Recompras por ano (R\$ 1.000,00)						Total
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Ações							
Inativas		3.380,88	5.634,65	43.400,88	23.175,30	3.097,76	78.689,46
Balcão							
Organizado		520,65	8.340,92	779,37		6.206,67	15.847,61
BDR não patrocinado					6.104,53	3.228,65	9.333,18
BDR nível 3		775,05	1.215,50	16.587,62	26.964,99	50.803,98	96.347,14
Bovespa							
Mais		400,37	19.372,73	9.988,57	33.433,22	81.088,34	144.283,23
Nível 1	541.738,52	3.837.679,62	1.125.539,25	4.914.903,23	1.965.319,79	1.348.802,89	13.733.983,30
Nível 2	119.272,85	317.050,56	210.363,67	346.572,13	1.076.434,21	763.801,26	2.833.494,69
Novo							
Mercado	4.628.520,58	2.878.686,19	2.221.836,45	2.736.193,71	4.865.972,10	8.732.137,96	26.063.346,99
Tradicional	1.019.890,58	792.422,86	374.300,50	561.062,33	1.741.613,52	988.687,75	5.477.977,54
Total Geral	6.309.422,52	7.830.916,19	3.966.603,67	8.629.487,82	9.739.017,67	11.977.855,26	48.453.303,13

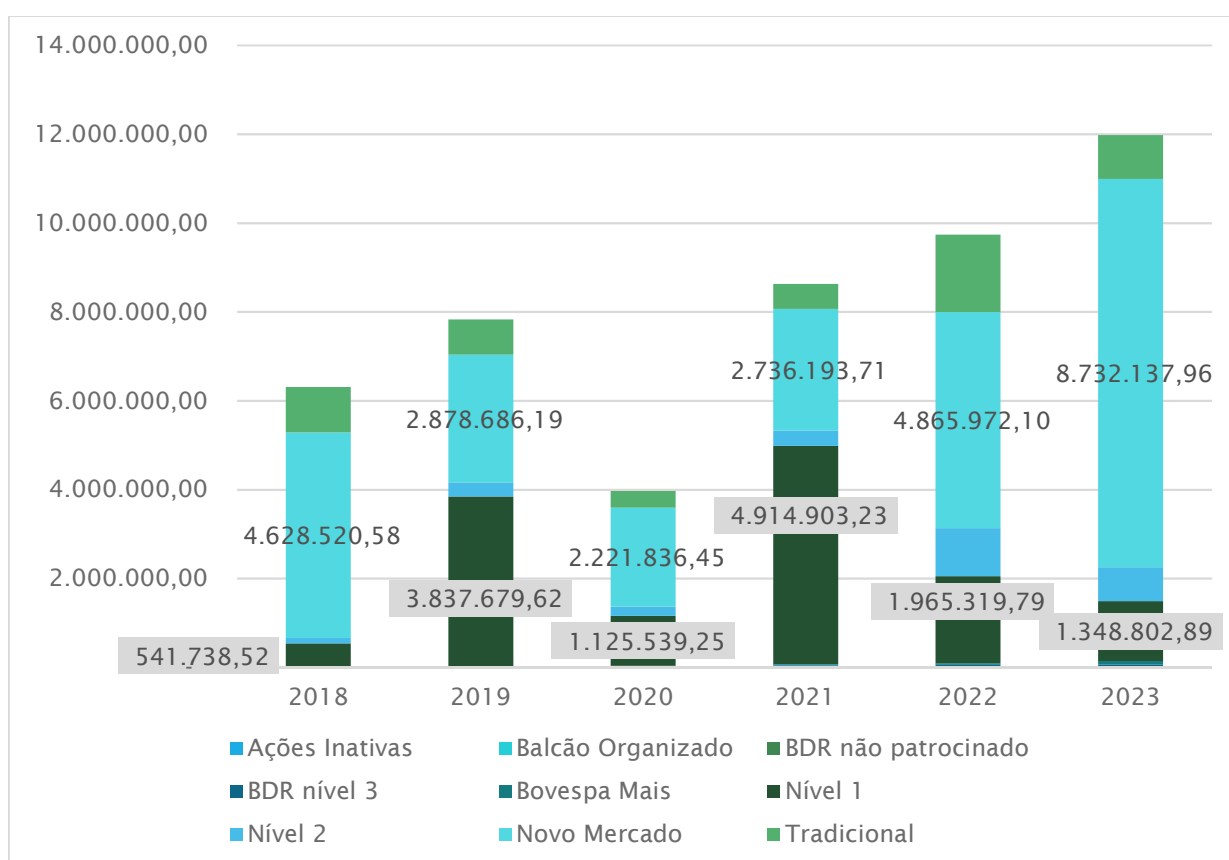


Figura 6. Recompras por ano e nível de governança

3.2 Análise de dados

Para testar a H1 (empresas cujos trabalhadores ensejam maior atuação do MPT são menos propensas a fazer recompras), serão estimadas regressões no formato da Equação (1):

$$Recompras_{it} = \beta_0 + \beta_1 AtuaçãoMPT_{it} + Controles + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Na Equação (1), a variável dependente são as recompras e a variável explicativa de interesse é a quantidade de denúncias no MPT, conforme especificado na Seção 3.1.

Caso β_1 seja negativo e estatisticamente significativo, esta é uma evidência de que empresas com maior atuação do MPT fazem menos recompras, em linha com o conflito entre trabalhadores e acionistas, isto é, empresas que enfrentam maior força de trabalho têm menor propensão a usar recompras como forma de remunerar seus acionistas.

Considerando a flexibilidade das recompras em relação aos dividendos, a H2 (a relação negativa entre a maior atuação do MPT ensejada pelos trabalhadores e os pagamentos de dividendos é mais fraca) é testada pela Equação (2):

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AtuaçãoMPT_{it} + Controles + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

Na Equação (2), a variável dependente são os pagamentos de dividendos e JCP e a variável explicativa de interesse é a quantidade de denúncias no MPT, conforme especificado na Seção 3.1. Caso β_1 não seja estatisticamente significativo, esta é uma evidência de que não há uma relação entre o pagamento de dividendos e as recompras, e em linha com a literatura de finanças de que os dividendos não gozam da flexibilidade financeira de que gozam as recompras. Nesta linha, caso β_1 na Equação (2) seja negativo e estatisticamente significativo, mas a um nível menor que na Equação (1), esta também é uma evidência a favor da H2, ou seja, de que a relação entre dividendos e a atuação do MPT é mais fraca do que a relação entre recompras e a atuação do MPT.

As variáveis de controle utilizadas, seguindo Chen et al. (2015), Haw et al. (2018) e Castro e Yoshinaga (2019) encontram-se na Tabela 11. As variáveis relativas à posse de ações foram incluídas em razão da alta concentração de propriedade de ações que existe no mercado financeiro brasileiro. Todos os valores são relativos a 31/12 do ano anterior às recompras.

Os dados financeiros e de mercado foram retirados do *software* Economatica e as quantidades de procedimentos autuados foram retirados do sistema Gaia, que a pesquisadora obteve acesso⁷. Já a quantidade de recompras foi pesquisada no site da CVM.

Tabela 11
Lista das variáveis

Variável	Descrição	Fonte dos dados	Autor(es)/Ano estudos empíricos
PROC	Procedimentos autuados no Ministério Público do Trabalho (MPT)	Sistema MPT Gaia	Chen et al. (2015)
REC MIL LN	Logaritmo natural do volume de Recompras em milhares de reais. Volume efetivamente recomprados divididos por mil.	CVM	
REC P.A.	Recompras em milhares de reais dividido pela quantidade média de ações	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
REC P.A. LN	Logaritmo natural das recompras por ação	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
PAYOUT REC	Recompras por ação dividido pelo Lucro contábil dividido pela quantidade média de ações	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
Δ REC MIL	Variação logarítmica da varável recompras em milhares	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
Δ REC PA	Variação logarítmica da varável recompras por ação	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
Δ REC P.A. LN	Variação logarítmica da varável recompras por ação	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
Δ REC PAYOUT	Variação logarítmica da varável payout recompras	Cálculo desta pesquisadora com dados da CVM/Economatica	
DIV	Dividendos e JCP pagos por ação	Economatica	Chen et al. (2015)
DIV LN	Logaritmo natural dos dividendos e JCP pagos por ação	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	
PAYOUT	Dividendos e JCP pagos por ação dividido pelo Lucro contábil dividido pela quantidade média de ações	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	Chen et al. (2015); Haw et al. (2018)
Δ DIV (R\$)	Variação logarítmica da taxa de crescimento dos dividendos e JCP pagos	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	
Δ DIV LN (%)	Variação % da variável DIV LN	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	
Δ PAYOUT (p.p)	Variação em pontos percentuais da variável PAYOUT	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	

Continua

Variável	Descrição	Fonte dos dados	Conclusão
			Autor(es)/Ano estudos empíricos
FREEFLOAT	Percentual de Ações em free float	Economatica	
C.ACIONÁRIA	Concentração acionária. Percentual de ações possuídas pelos três maiores acionistas.	Economatica	
TAM	Logaritmo natural do Ativo Total (AT)	Economatica	Haw et al. (2018)
ROA	Retorno sobre o ativo. Razão entre o Lucro líquido e o total de ativos	Economatica	Chen et al. (2015); Haw et al. (2018)
ALAV	A soma do passivo circulante e passivo não circulante dividido pelo AT	Economatica	Haw et al. (2018)
DIN	Logaritmo natural do Total de valores em caixa e equivalentes de caixa	Economatica	Haw et al. (2018)
CRESC	Variação logarítmica da taxa de crescimento de receita operacional líquida	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	Haw et al. (2018)
B/M	PL contábil dividido pelo valor de mercado do PL	Cálculo desta pesquisadora com dados da Economatica	Castro e Yoshinaga (2019); Chen et al. (2015),

4 Resultados e Discussões

4.1 Análise descritiva

A Tabela 12 mostra as estatísticas descritivas dos procedimentos autuados, *proxy* para a atuação do MPT nas empresas de capital aberto. Quando a consulta pelo CNPJ da empresa no sistema do MPT não retornou nenhum procedimento para nenhum dos anos, foi considerado como célula vazia. Porém, quando houve ao menos um procedimento para o CNPJ em algum ano de 2018 a 2023, foi considerada a quantidade de procedimentos existente em cada ano ou zero caso naquele ano não tenha retornado autuação de denúncia.

Tabela 12
Estatística descritiva – Procedimentos autuados

Procedimentos	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Média	3,80	4,00	3,97	3,40	3,28	3,84
Erro padrão	0,48	0,74	0,53	0,59	0,41	0,41
Mediana	1	1	1	1	1	1
Moda	0	0	0	0	0	0
Desvio padrão	9,88	15,30	11,11	12,17	8,61	8,43
Mínimo	0	0	0	0	0	0
Máximo	128	266	121	186	102	85
Soma	1642	1728	1713	1470	1418	1661

A quantidade de procedimentos que mais se repete é zero, com mediana um e a média entre três e quatro. O ano com mais procedimentos autuados foi o de 2019, seguido por 2020 e 2023. Podemos perceber pela Figura 7 que há presença de *outliers* em todos os anos, mas são poucos.

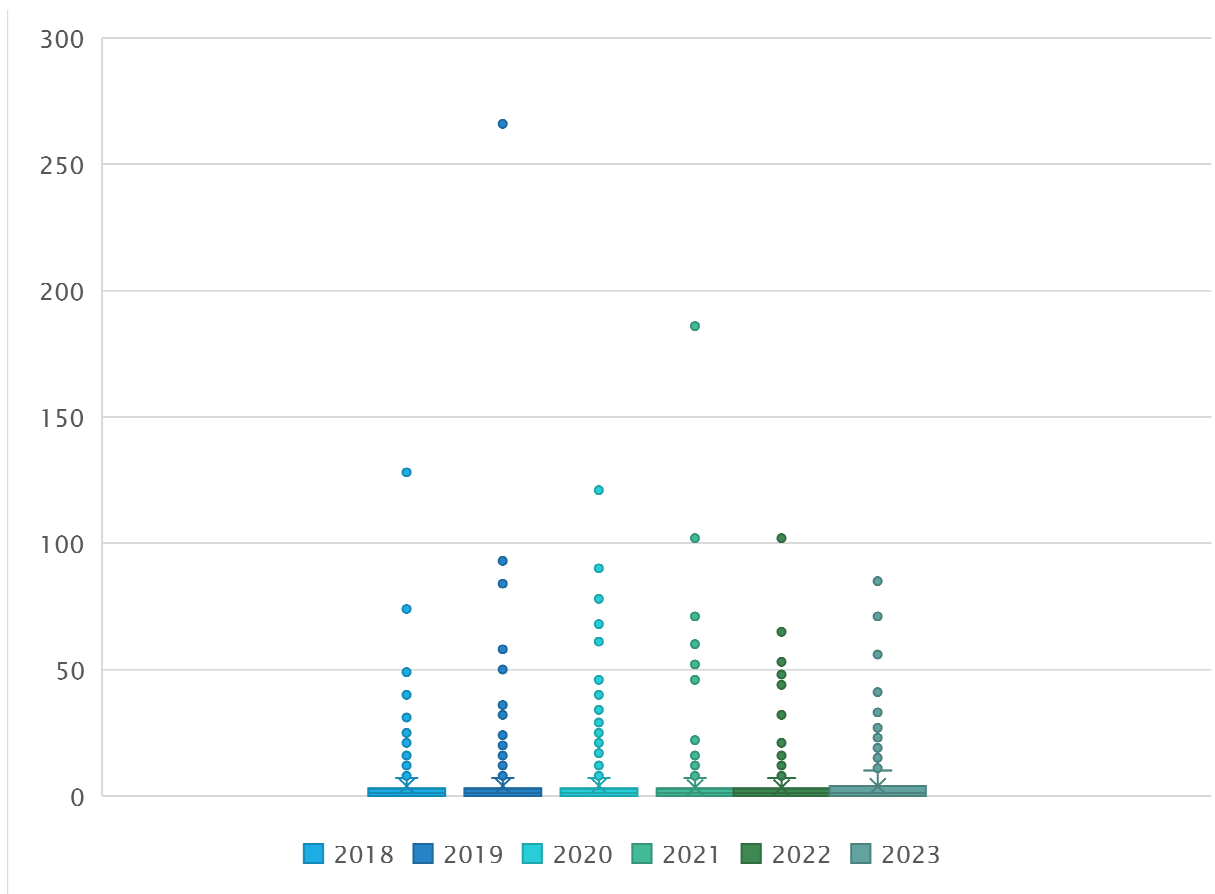


Figura 7. *Box Plot* dos procedimentos atuados no MPT por ano

As estatísticas descritivas das demais variáveis encontram-se na Tabela 13, cujas descrições encontram-se na Tabela 11. As empresas fizeram, em média, recompras de R\$ 0,09 por ação, sendo o máximo de R\$ 70,53 por ação. A aplicação de logaritmo natural diminui a variação da amostra, visto o desvio padrão. Quando consideramos as recompras em relação ao lucro (*payout*) encontramos valores negativos com mínimo 51,22% negativo e máximo de 43,91%, com média de 7%.

Na média, as empresas pagaram R\$ 1,44 de dividendos por ação no período analisado, mas há uma grande variação, com desvio-padrão de R\$ 13,41 e máximo de R\$ 520,78. Ao aplicar o logaritmo natural, a variável tem um comportamento mais homogêneo. Considerando os dividendos por ação escalonados pelo lucro por ação (*payout*), há valores muito discrepantes na amostra, de modo que a média ficou em 430% e o desvio-padrão em 21.743%. Ao analisar as variações nestas três variáveis, nota-se que a média é positiva, ou seja, na média as empresas foram aumentando o pagamento de dividendos no período, mas estas variáveis também apresentam um desvio-padrão muito alto.

Tabela 13

Estatística descritiva das demais variáveis

	N	Média	D.P.	Mín	Máx
REC Mil LN	5136	1,49	3,24	0,00	15,15
REC pa	5001	0,09	1,46	0,00	70,53
REC pa LN	5001	0,03	0,20	0,00	4,27
PAYOUT REC	2584	0,07	1,80	-51,22	43,91
Δ .REC.mil.LN	4280	0,25	2,67	-13,47	14,02
Δ .REC.pa	4147	0,01	1,92	-70,53	70,53
Δ .REC.pa.LN	4147	0,00	0,21	-4,27	4,27
Δ .REC.payout	2095	-0,01	2,46	-51,22	51,23
DIV	2266	1,44	13,41	0,00	520,78
DIVLN	2266	-0,37	1,24	-8,50	6,26
PAYOUT	1982	4,30	126,81	-217,40	4799,28
Δ DIV	2147	0,06	18,11	-520,80	520,80
Δ DIVLN	2147	0,08	1,16	-7,66	9,42
Δ PAYOUTpp	1860	0,20	183,10	-4799,28	4769,89
FREE FLOAT	2519	0,43	0,33	0,00	1,13
C.ACIONÁRIA	2513	0,64	0,25	0,00	1,00
TAM	2590	14,57	2,84	1,10	21,72
ROA	2460	-0,26	4,32	-128,35	15,49
ALAV	2421	1,81	10,82	0,00	302,32
DIN	2398	11,23	3,27	-4,61	18,07
CRESC	2159	0,10	0,52	-4,30	7,54
BM	1909	-3,27	32,49	-723,91	10,55

Nota: As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Considerando as variáveis de controle, o valor médio de *free float* é de 43%, sendo, portanto, relativamente baixo. As empresas da amostra têm sua propriedade acionária bastante concentrada, com a média dos três maiores acionistas detendo 64% das ações. O tamanho das empresas também varia consideravelmente na amostra (logaritmo natural do Ativo Total varia de 1,10 a 21,72). A rentabilidade do ativo média no período foi negativa, de 26%, tendo um valor afetado por valores negativos muito altos (mínimo de -12.835%). A alavancagem média também está afetada por valores extremos, sendo de 181%, mostrando empresas com patrimônio líquido negativo, o que também é refletido no BTM médio de -3,27. O volume de caixa também varia bastante na amostra e, finalmente, o crescimento médio das receitas é de 10%, com desvio-padrão de 52% mostrando também uma alta amplitude na amostra.

Devido às altas variações e discrepâncias entre valores máximos e mínimos observados na Tabela 13, todas as variáveis da tabela foram winsorizadas a 5%, de modo a minimizar o efeito de *outliers* na amostra. A Tabela 14 mostra a correlação entre o número de procedimentos e as variáveis dependentes e de controle, já winsorizadas.

Tabela 14
Correlação entre as variáveis

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
(1) PROC	1																						
(2) REC.mil.LN	0,14	1																					
(3) REC.p.a.	0,00	0,75	1																				
(4) REC.p.a..LN	0,00	0,75	1,00	1																			
(5) PAYOUT.REC	-0,03	0,54	0,70	0,70	1																		
(6) Δ.REC.mil.LN	0,02	0,47	0,41	0,41	0,32	1																	
(7) Δ.REC.pa	-0,03	0,31	0,52	0,52	0,41	0,69	1																
(8) Δ.REC.pa.LN	-0,03	0,31	0,51	0,51	0,41	0,69	1,00	1															
(9) Δ.REC.payout	-0,04	0,12	0,19	0,19	0,53	0,28	0,39	0,39	1														
(10) DIV	0,19	0,05	0,05	0,05	-0,04	-0,01	0,02	0,02	-0,02	1													
(11) DIV_LN	0,10	-0,17	-0,07	-0,07	-0,17	-0,05	0,01	0,01	0,03	0,53	1												
(12) PAYOUT	0,06	0,10	0,03	0,03	0,14	0,00	0,03	0,03	0,09	0,57	0,14	1											
(13) Δ.DIV.(R\$)	0,03	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,04	0,04	0,03	0,36	0,23	0,29	1										
(14) Δ.DIV.LN.(%)	0,01	0,03	0,03	0,03	0,00	0,05	0,07	0,07	0,03	0,24	0,34	0,19	0,62	1									
(15) Δ.PAYOUT.(p.p)	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,09	0,00	0,03	0,03	0,21	0,17	0,17	0,46	0,47	0,36	1								
(16) FREE FLOAT	0,03	0,15	0,04	0,04	0,01	0,04	0,00	0,00	-0,01	-0,14	-0,08	-0,13	-0,02	0,01	-0,02	1							
(17) C.ACIONÁRIA	-0,09	-0,32	-0,15	-0,15	-0,10	-0,07	-0,01	-0,01	0,01	0,16	0,15	0,11	0,02	-0,02	0,01	-0,63	1						
(18) TAM	0,30	0,35	0,10	0,10	0,08	0,05	-0,02	-0,02	-0,03	0,21	-0,08	0,24	0,02	0,04	-0,01	0,08	-0,22	1					
(19) ROA	0,02	0,17	0,10	0,10	0,11	0,04	0,02	0,02	0,02	0,30	-0,07	0,33	0,11	0,07	0,03	-0,05	-0,08	0,39	1				
(20) ALAV	-0,04	-0,18	-0,11	-0,11	-0,08	-0,06	-0,04	-0,04	-0,01	-0,25	0,16	-0,30	-0,04	-0,05	-0,02	0,03	-0,02	-0,24	-0,46	1			
(21) DIN	0,23	0,33	0,11	0,11	0,09	0,08	0,01	0,01	-0,03	0,19	-0,11	0,22	0,01	0,05	-0,03	0,12	-0,23	0,83	0,40	-0,32	1		
(22) CRESC	-0,02	0,12	0,07	0,07	0,05	0,06	0,03	0,03	0,01	-0,02	-0,07	-0,02	0,14	0,10	0,01	0,02	-0,06	0,07	0,24	-0,11	0,12	1	
(23) B.M	0,07	0,21	0,12	0,12	0,09	0,05	0,03	0,03	0,00	0,18	-0,13	0,22	0,03	0,03	0,01	0,00	0,00	0,32	0,43	-0,84	0,43	0,09	1

Nota: As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Em uma análise preliminar da Tabela 14, não parece haver correlação forte entre os procedimentos autuados no MPT e as demais variáveis desta pesquisa. A maior correlação de procedimentos com recompras é positiva (14%), se considerados os valores em milhares de reais e negativa (-4%) quando relacionadas com *payout*. As correlações positivas mais fortes dos procedimentos autuados são com o tamanho (30%), com o valor em caixa (23%) e com os dividendos por ação (19%). Assim, empresas maiores têm mais denúncias no MPT, o que é natural, assim como empresas com mais caixa. As correlações negativas mais fortes dos procedimentos autuados são com a concentração acionária (-9%) e com a alavancagem (-4%), sugerindo que acionistas com maior concentração de propriedade limitam o poder dos trabalhadores, assim como a maior dívida.

Em relação às variáveis de recompras e as variáveis de controle, a correlação positiva maior é entre as recompras em milhares de reais e tamanho (35%) e dinheiro (33%), indicando que as empresas maiores e com mais caixa fazem mais recompras. A relação é negativa com concentração acionária (32%) e alavancagem (18%), como o verificado na variável procedimentos.

Considerando as relações entre as variáveis de pagamento de dividendos e as variáveis de controle, as correlações mais fortes são entre os dividendos por ação e o ROA (30%), o que é esperado, já que empresas mais rentáveis devem pagar mais dividendos, e a alavancagem (-25%), o que também é esperado, já que empresas mais endividadas sobram com menos recursos para distribuir como dividendos, já que os credores têm preferência na hierarquia de distribuição de recursos. O mesmo padrão é visto para a variável *payout*. Quando são consideradas as variações no pagamento de dividendos, as correlações com as variáveis de controle são bem fracas, sendo a mais alta de 14% entre a variação do dividendo por ação e o crescimento das receitas, indicando que empresas que vendem mais aumentam o pagamento de dividendos.

4.2 Análise de regressões

Para analisar a relação entre a atuação do MPT e as recompras de ações, testando a Hipótese 1 (empresas cujos trabalhadores ensejam maior atuação do MPT são menos propensas a fazer recompras), foram estimadas diversas especificações da Equação (1), considerando diferentes medidas para a variável dependente. As regressões foram estimadas, assim como as correlações, com base nas variáveis dependentes e de controle winsorizadas a 5%. Os resultados estão nas Tabelas 15 e 16.

A Tabela 15 mostra os resultados da estimação da Equação (1) considerando as recompras medidas como (1) o logaritmo natural do total em R\$ 1.000 (REC.mil.LN), (2) o

valor em R\$ por ação (REC.p.a), (3) o logaritmo natural do valor em R\$ por ação (REC.p.a..LN) e (4) o valor em R\$ ponderado pelo Lucro Líquido da controladora (PAYOUT.REC). Todos os modelos foram estimados com efeitos fixos de empresa e de ano.

Conforme Tabela 15, nos Modelos (1) e (4) os procedimentos autuados no MPT têm relação positiva com as recompras, porém, sem significância estatística. Já nos modelos (2) e (3), a relação é negativa, conforme o esperado, mas os coeficientes também não são estatisticamente significantes. Dessa forma, a força do trabalhador, medida através da atuação do MPT não parece intimidar uma empresa de efetuar recompras.

Tabela 15

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variável Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	REC.mil.LN (1)	REC.p.a. (2)	REC.p.a..LN (3)	PAYOUT.REC (4)
PROC	0,014 (0,011)	-0,00001 (0,0001)	-0,00001 (0,0001)	0,00001 (0,0001)
FREEFLOAT	-0,337 (0,653)	-0,005 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,008 (0,009)
C.ACIONÁRIA	0,244 (1,290)	0,012 (0,009)	0,012 (0,009)	0,0003 (0,018)
ROA	0,315 (0,994)	0,006 (0,008)	0,006 (0,008)	0,036*** (0,013)
TAM	0,698* (0,377)	0,00002 (0,003)	0,00003 (0,003)	-0,008 (0,005)
ALAV	-0,945 (0,650)	-0,004 (0,005)	-0,004 (0,004)	-0,011 (0,008)
DIN	-0,080 (0,122)	-0,0003 (0,001)	-0,0003 (0,001)	-0,0005 (0,001)
CRESC	-0,102 (0,361)	-0,003 (0,003)	-0,003 (0,002)	-0,003 (0,005)
B.M	0,046 (0,093)	0,0004 (0,001)	0,0004 (0,001)	-0,001 (0,001)
Observações	1.380	1.380	1.380	1.378
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,085	-0,226	-0,225	-0,235
Estatística F	12,748***	2,286***	2,305***	1,735**

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01. As definições das Variáveis estão na Tabela 11.

Já na Tabela 16, testamos as variações ano a ano das recompras. O coeficiente da variável de procedimentos é negativa em todas as especificações, sendo estatisticamente significativa a 10% no modelo (1) e a 1% no modelo (4). Estes resultados sugerem que, portanto,

empresas com maior número de procedimentos em um ano aumentam menos (ou diminuem) as recompras naquele ano. Este resultado, portanto, sugere que a atuação do MPT pode diminuir a propensão de uma empresa em aumentar as recompras tanto em volume quanto em termos percentuais dos lucros. Em termos do volume, um procedimento a mais atuado no MPT está relacionado com R\$ 1,011 mil a menos de recompra naquele ano em relação ao ano anterior. Em termos percentuais, um procedimento a mais atuado no MPT está relacionado com 0,03 ponto percentual a menos de *payout* no naquele ano em relação ao ano anterior.

Tabela 16

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variação das Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	Δ .REC.mil.LN	Δ .REC.pa	Δ .REC.pa.LN	Δ .REC.payout
	(1)	(2)	(3)	(4)
PROC	-0,011*	-0,00004	-0,00004	-0,0003***
	(0,006)	(0,00004)	(0,00004)	(0,0001)
FREE FLOAT	0,045	0,003	0,003	-0,013
	(0,786)	(0,004)	(0,004)	(0,022)
C.ACIONÁRIA	-0,560	0,001	0,001	-0,051
	(1,477)	(0,008)	(0,008)	(0,036)
ROA	0,211	-0,003	-0,003	-0,008
	(1,109)	(0,006)	(0,006)	(0,023)
TAM	-0,836**	-0,004**	-0,004**	-0,016
	(0,380)	(0,002)	(0,002)	(0,010)
ALAV	-0,454	-0,002	-0,002	-0,010
	(0,616)	(0,003)	(0,003)	(0,014)
DIN	0,260*	0,001	0,001	0,001
	(0,134)	(0,001)	(0,001)	(0,004)
CRESC	0,108	-0,002	-0,002	0,003
	(0,378)	(0,002)	(0,002)	(0,008)
B.M	0,101	0,001	0,001	0,001
	(0,116)	(0,001)	(0,001)	(0,002)
Observações	1.172	1.171	1.171	1.168
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,218	-0,287	-0,287	-0,304
Estatística F	5,434***	1,468	1,470	0,607

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Em seguida, fazemos as mesmas análises considerando os dividendos, ao invés das recompras, como variável dependente, para testar a H2 (a relação negativa entre a maior atuação do MPT ensejada pelos trabalhadores e os pagamentos de dividendos é mais fraca). Os modelos da Tabela 17 consideram os dividendos em (1) valor em R\$ por ação (DIV), (2) logaritmo

natural do valor em R\$ por ação (DIV_LN), (3) variação no período do dividendo em R\$ por ação (Δ .DIV), (4) variação do logaritmo natural do dividendo em R\$ por ação (Δ .DIV.LN), (5) dividendo por ação como proporção do lucro por ação (PAYOUT) e (6) sua respectiva variação (Δ .PAYOUT).

De forma semelhante à análise das recompras, no entanto, o coeficiente da variável número de procedimentos (PROC) só foi negativa e estatisticamente significativa quando consideramos a variação nos dividendos ponderados pelo lucro. É possível interpretar que apenas o crescimento no *payout* é visto como um benefício extra aos acionistas, em detrimento dos trabalhadores, já que o pagamento de dividendos é tradicionalmente inflexível.

Tabela 17

Análise das regressões em painel de efeitos fixos - Dividendos

	<i>Variável dependente:</i>					
	DIV	DIV_LN	Δ .DIV	Δ .DIV.LN	PAYOUT	Δ .PAYOUT
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PROC	-0,002 (0,002)	-0,001 (0,002)	0,0002 (0,002)	-0,001 (0,002)	-0,0003 (0,001)	-0,004*** (0,001)
FREE FLOAT	0,037 (0,182)	0,030 (0,221)	0,034 (0,139)	0,193 (0,249)	-0,045 (0,077)	-0,073 (0,110)
C.ACIONÁRIA	0,298 (0,253)	-0,073 (0,369)	0,119 (0,175)	-0,060 (0,344)	-0,020 (0,123)	-0,174 (0,178)
ROA	1,103*** (0,307)	0,210 (0,238)	0,570*** (0,183)	0,343 (0,285)	0,216* (0,112)	-0,029 (0,145)
TAM	0,067 (0,141)	0,079 (0,162)	0,036 (0,041)	-0,058 (0,092)	-0,052 (0,054)	-0,091** (0,042)
ALAV	-0,065 (0,201)	0,149 (0,197)	0,009 (0,084)	0,014 (0,133)	-0,132* (0,076)	-0,129* (0,067)
DIN	0,012 (0,031)	0,012 (0,033)	-0,048** (0,020)	-0,050* (0,027)	-0,006 (0,012)	-0,026 (0,018)
CRESC	-0,089 (0,087)	0,027 (0,081)	0,382*** (0,074)	0,448*** (0,110)	-0,060 (0,037)	0,074 (0,057)
BTM	-0,026 (0,029)	0,014 (0,022)	-0,015 (0,014)	-0,008 (0,021)	-0,019** (0,008)	-0,012 (0,009)
Observações	1.324	1.324	1.256	1.256	1.322	1.252
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,092	0,054	0,089	0,056	0,032	0,026
Estatística F	1,93396	0,348375	3,99025	2,62538	1,49221	2,4506

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * p<0,1; ** p<0,05; ***p<0,01. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

O coeficiente estimado da Tabela 17 indica que um procedimento a mais autuado no MPT está relacionado com 0,4 pontos percentuais a menos de *payout* de dividendos naquele

ano em relação ao ano anterior. Comparativamente ao valor de 0,03 ponto percentual a menos de *payout* de recompras, o efeito parece mais forte para os dividendos do que para as recompras. No entanto, considerando que o valor médio (considerando as variáveis winsorizadas) do *payout* de recompras é de apenas 1,07% contra 29,37% do *payout* de dividendos, o efeito estimado nas regressões é mais alto para as recompras ($0,03/1,07 = 0,028$) do que para os dividendos ($0,4/29,37 = 0,014$).

Desta forma, apesar das evidências dependerem da forma de mensuração das variáveis e serem estatisticamente significantes apenas para as variações entre os anos, os resultados são condizentes com ambas as hipóteses, isto é, empresas com maior autuação do MPT tendem a aumentar menos a remuneração dos acionistas tanto através de recompras quanto através de dividendos, mas o efeito parece ser de maior magnitude para as recompras do que para os dividendos.

4.3 Análises adicionais

Nesta seção apresentamos algumas análises alternativas. Primeiro, a Tabela 18 e a Tabela 19 mostram os resultados das estimações da Equação (1) nas suas diferentes especificações, mas considerando a presença ou não de procedimentos, independentemente de quantos. Ou seja, nestas tabelas a variável D.Proc é uma *dummy* que identifica empresas que tiveram procedimentos em cada ano (valor 1) contra as que não tiveram (valor 0).

Na Tabela 18, ou seja, considerando as variáveis em nível, a *dummy* foi negativa e estatisticamente significativa a 5% para a medida em logaritmo natural das recompras em R\$ 1.000. Na Tabela 19, que considera as variáveis dependentes em variação entre os períodos, a *dummy* que identifica os procedimentos não foi estatisticamente significativa em nenhum dos casos.

Assim, como nas análises anteriores, apesar de fracas, as evidências sugerem que quando há processos envolvendo os trabalhadores, as empresas fazem menos recompras.

Tabela 18

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variável Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	REC.mil.LN	REC.p.a.	REC.p.a..LN	PAYOUT.REC
	(1)	(2)	(3)	(4)
D.Proc	-0,402** (0,179)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,003 (0,003)
FREE FLOAT	-0,437 (0,651)	-0,005 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,008 (0,009)
C.ACIONÁRIA	0,142 (1,295)	0,012 (0,009)	0,012 (0,009)	-0,0003 (0,018)
ROA	0,077 (1,001)	0,005 (0,008)	0,005 (0,008)	0,035** (0,014)
TAM	0,759** (0,374)	0,0002 (0,003)	0,0002 (0,003)	-0,008 (0,005)
ALAV	-0,928 (0,645)	-0,004 (0,004)	-0,004 (0,004)	-0,011 (0,008)
DIN	-0,081 (0,123)	-0,0003 (0,001)	-0,0003 (0,001)	-0,0005 (0,001)
CRESC	-0,086 (0,364)	-0,003 (0,003)	-0,003 (0,002)	-0,003 (0,005)
B.M	0,060 (0,093)	0,0004 (0,001)	0,0004 (0,001)	-0,001 (0,001)
Observações	1.380	1.380	1.380	1.378
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,082	-0,224	-0,224	-0,233
Estatística F	12,943***	2,371***	2,391***	1,856**

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Tabela 19

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variação das Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	Δ .REC.mil.LN	Δ .REC.pa	Δ .REC.pa.LN	Δ .REC.payout
	(1)	(2)	(3)	(4)
D.Proc	-0,255 (0,215)	-0,002 (0,001)	-0,002 (0,001)	-0,004 (0,006)
FREE FLOAT	0,110 (0,791)	0,003 (0,004)	0,003 (0,004)	-0,011 (0,022)
C.ACIONÁRIA	-0,611 (1,472)	0,001 (0,008)	0,0004 (0,008)	-0,051 (0,036)
ROA	0,236 (1,114)	-0,003 (0,006)	-0,003 (0,006)	-0,006 (0,023)
TAM	-0,822** (0,385)	-0,004* (0,002)	-0,004* (0,002)	-0,016 (0,011)
ALAV	-0,456 (0,620)	-0,002 (0,003)	-0,001 (0,003)	-0,011 (0,014)
DIN	0,253* (0,134)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,004)
CRESC	0,086 (0,378)	-0,003 (0,002)	-0,002 (0,002)	0,002 (0,008)
B.M	0,097 (0,116)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,002)
Observações	1.172	1.171	1.171	1.168
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,217	-0,285	-0,285	-0,306
Estatística F	5,464***	1,562*	1,560*	0,530

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Em seguida, consideramos as estimações da relação entre o número de procedimentos (PROC) e a decisão de fazer ou não recompras, através da estimação de um modelo logit. Também foi considerada a relação entre a decisão de fazer ou não recompras e a existência ou não de procedimentos contra a empresa no MPT, ou seja, usando a variável D.Proc ao invés da PROC. Os resultados de ambas as estimações estão na Tabela 20. Nas duas regressões logit, a quantidade de processos (modelo (1)) não tem relação estatisticamente significativa com a decisão de fazer ou não recompras. De forma similar, a existência ou não de processos (modelo (2)) também não está estatisticamente relacionada com a decisão de fazer ou não recompras. Ambas as regressões incluem *dummies* de setor e de ano. Em comparação aos resultados anteriores, a análise sugere que o poder dos trabalhadores está relacionado apenas com o nível,

ou volume de recompras (seja em milhares ou em relação ao lucro líquido), mas não com a decisão de recomprar ou não.

Tabela 20
Análise das regressões Logit

	<i>Variável dependente:</i>	
	D.Proc	
	(1)	(2)
PROC	0,008 (0,009)	
D.Proc		0,053 (0,139)
FREE FLOAT	-0,736** (0,330)	-0,749** (0,329)
C.ACIONÁRIA	-2,758*** (0,460)	-2,779*** (0,460)
ROA	0,373 (0,769)	0,359 (0,768)
TAM	0,170** (0,069)	0,179*** (0,068)
ALAV	-0,748*** (0,273)	-0,739*** (0,273)
DIN	0,092* (0,052)	0,091* (0,052)
CRESC	0,525* (0,282)	0,521* (0,282)
B.M	0,045 (0,060)	0,047 (0,060)
Observações	1.380	1.380
Efeitos fixos de setor	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim
Log Likelihood	-743,772	-744,192
Critério de informação Akaike	1.541,544	1.542,384

Nota: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Em seguida, consideramos o efeito dos procedimentos por setor da economia, interagindo a variável PROC com *dummies* de setor, cujos resultados são apresentados na Tabela 21. Os resultados variam bastante por setor. Primeiro, considerando o modelo (1), ou seja, considerando o logaritmo natural das recompras em milhares de reais: a variável PROC tem coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 10%, sendo reforçado no setor de Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça. As demais interações que são estatisticamente significantes são todas negativas e em magnitude maior, de modo que o efeito para cada um

desses setores é negativo. Os setores são Outros, Construção, Imobiliária e locadora de outros bens e Transporte e armazenamento. O setor de mineração tem o coeficiente da interação ligeiramente menor que o da variável PROC.

Tabela 21

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variável Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	REC.mil.LN	REC.p.a.	REC.p.a..LN	PAYOUT.REC
	(1)	(2)	(3)	(4)
PROC	0,197*	0,004***	0,004***	-0,0003
	(0,107)	(0,001)	(0,001)	(0,0003)
FREE FLOAT	-0,341	-0,005	-0,004	-0,008
	(0,676)	(0,004)	(0,004)	(0,009)
C.ACIONÁRIA	0,489	0,015	0,014	0,002
	(1,285)	(0,009)	(0,009)	(0,019)
ROA	0,307	0,006	0,006	0,037***
	(0,988)	(0,008)	(0,008)	(0,013)
TAM	0,712*	-0,00001	-0,00001	-0,008
	(0,377)	(0,003)	(0,003)	(0,005)
ALAV	-1,007	-0,005	-0,005	-0,011
	(0,647)	(0,004)	(0,004)	(0,008)
DIN	-0,100	-0,0005	-0,0005	-0,001
	(0,117)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
CRESC	-0,185	-0,004	-0,004	-0,005
	(0,365)	(0,003)	(0,002)	(0,004)
B.M	0,038	0,0002	0,0002	-0,001
	(0,093)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça	1,309**	0,009***	0,008***	0,023***
	(0,539)	(0,002)	(0,002)	(0,005)
PROC*Outros	-0,206*	-0,004***	-0,004***	0,0005
	(0,111)	(0,001)	(0,001)	(0,0004)
PROC*Assistência médica e social	0,034	-0,002***	-0,002***	0,003*
	(0,129)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Comércio	-0,178	-0,004***	-0,004***	0,001
	(0,113)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Construção	-0,262**	-0,005***	-0,005***	0,0001
	(0,126)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Empresa de eletricidade, gás e água	-0,131	-0,004***	-0,004***	0,0005
	(0,116)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Imobiliária e locadora de outros bens	-0,259**	-0,004***	-0,004***	0,0003

Continua

Conclusão

	Variável dependente:			
	REC.mil.LN	REC.p.a.	REC.p.a..LN	PAYOUT.REC
	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0,121)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Indústria manufatureira	-0,149	-0,004***	-0,004***	0,001
	(0,112)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
PROC*Informação	-0,212	-0,004***	-0,004***	0,0002
	(0,166)	(0,001)	(0,001)	(0,0004)
PROC*Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás	-0,194*	-0,004***	-0,004***	0,0002
	(0,107)	(0,001)	(0,001)	(0,0003)
PROC*Serviços financeiros e seguros	-0,122	-0,006***	-0,006***	-0,002
	(0,182)	(0,001)	(0,001)	(0,004)
PROC*Transporte e armazenamento	-0,226*	-0,004***	-0,004***	-0,0001
	(0,134)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
Observações	1.380	1.380	1.380	1.378
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,079	-0,199	-0,199	-0,227
Estatística F	7,568***	2,643***	2,650***	1,669**

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

Considerando o modelo (2) com recompras em R\$ por ação e o modelo (3) com o logaritmo natural das recompras em R\$ por ação, a variável PROC tem coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 1%, sendo novamente reforçado no setor de Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça. Já os coeficientes de interação dos demais setores têm praticamente a mesma magnitude em sinal oposto, de modo que o efeito é anulado, condizente com o resultado geral da seção 4.2. Apenas os setores de construção e de serviços financeiros e seguros têm interação com coeficiente negativo ligeiramente mais forte que o de PROC.

Considerando o modelo (4), com o *payout* das recompras: o coeficiente da variável PROC não é estatisticamente significativo e, das interações, apenas as interações com os setores de Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça e de Assistência médica e social são estatisticamente significantes, mas positivas.

E por fim, consideramos a análise controlando pelas dificuldades financeiras das empresas. Para isso, consideramos o risco de uma empresa ir à falência ou não utilizando o modelo Z-Score para mercados emergentes (*Emergent Markets Score*, EM Score), conforme Altman, Hartzell e Peck (1995). Com base no EM Score, criamos uma variável *dummy*

identificando as empresas com alto risco de falência e com baixo risco de falência. Nas quatro especificações da Tabela 22, o coeficiente da variável PROC foi positivo e estatisticamente significativo a 1% para os modelos (2) e (3), mas a interação entre PROC e a *dummy* de alto risco é negativa na mesma proporção, anulando o efeito. Curiosamente, a *dummy* de alto risco, sem a interação, está relacionada com um *payout* de recompras mais alto, sugerindo um potencial conflito entre acionistas e credores.

Tabela 22

Análise das regressões em painel de efeitos fixos – Variável Recompras

	<i>Variável dependente:</i>			
	REC.mil.LN (1)	REC.p.a. (2)	REC.p.a..LN (3)	PAYOUT.REC (4)
PROC	0,037 (0,068)	0,001* (0,001)	0,001* (0,001)	0,0001 (0,0002)
Alto risco	0,775 (0,571)	0,005 (0,003)	0,004 (0,003)	0,008* (0,004)
Baixo risco	0,430 (0,502)	-0,0001 (0,004)	-0,0001 (0,003)	0,001 (0,004)
FREE FLOAT	-0,303 (0,675)	-0,005 (0,005)	-0,004 (0,004)	-0,009 (0,009)
C.ACIONÁRIA	0,216 (1,322)	0,012 (0,010)	0,012 (0,009)	0,001 (0,019)
ROA	0,614 (1,177)	0,012 (0,008)	0,011 (0,008)	0,043*** (0,015)
TAM	0,700* (0,383)	-0,00005 (0,003)	-0,00004 (0,003)	-0,008 (0,005)
ALAV	-0,960 (0,698)	-0,006 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,012 (0,009)
DIN	-0,094 (0,123)	-0,0002 (0,001)	-0,0002 (0,001)	-0,0004 (0,001)
CRESC	-0,040 (0,367)	-0,003 (0,003)	-0,003 (0,003)	-0,003 (0,005)
B.M	0,083 (0,105)	0,0005 (0,001)	0,0005 (0,001)	-0,0004 (0,001)
PROC*Alto risco	-0,003 (0,069)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,0001 (0,0003)
PROC*Baixo risco	-0,025 (0,068)	-0,001* (0,001)	-0,001* (0,001)	-0,0001 (0,0002)
Observações	1.366	1.366	1.366	1.364
Efeitos fixos de empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	-0,088	-0,221	-0,221	-0,238
Estatística F	9,897***	2,249***	2,264***	1,429

Nota: Os erros-padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação são apresentados entre parênteses. * p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01. As definições das variáveis estão na Tabela 11.

5 Conclusão

Nesse estudo, apresentamos duas teorias sobre o papel das empresas na sociedade: uma que visa o lucro maximizando o retorno dos acionistas (Teoria dos *Shareholders*) e outra mais ampla que é o bem comum de todos os envolvidos com a empresa, incluindo os trabalhadores (Teoria dos *Stakeholders*).

Muitos são os estudos que envolvem este conflito de interesses (por exemplo, Adams, Licht, & Sagiv, 2011; Barnea & Rubin, 2010; Desjardine, Zhang, & Shi, 2023), que também é verificado no meio profissional, como o escândalo da cidade de Brumadinho, que após o desastre a empresa anunciou dividendos aos acionistas no montante de R\$ 34,2 bilhões e atrasou as indenizações aos afetados pelo acidente (Pamplona, 2021).

A transferência de valor dos *stakeholders*, especialmente dos credores, para os acionistas é muito estudada (Holder, Langrehr, & Hexter, 1998; Lie, 2005; Hribar, Jenkins, & Johnson, 2006; Chu, 2018). Porém também há estudos focados em *Labor Power* e *payout*, como em Haw et. al (2018) e Chen et. al (2015).

O objetivo principal desse estudo foi analisar a relação entre o *Labor Power*, representado pela atuação do MPT, e a decisão de recompras das empresas, considerando sua maior discricionariedade em relação aos dividendos (Ni et al, 2020). Especificamente, foram analisadas as empresas de capital aberto que efetuaram recompras, com base nos dados da CVM no período de 2018 a 2023, em confronto com os procedimentos autuados no MPT.

Inicialmente, fizemos análises descritivas da *proxy* de *Labor Power* e das recompras. Em seguida fizemos análise de regressão com dados em painel incluindo efeitos fixos de empresas para verificar o impacto do *Labor Power* nas recompras de ações das empresas. Ao analisar as recompras de um determinado ano com o número de procedimentos autuados no mesmo período, não encontramos significância estatística nas regressões, mostrando que os procedimentos autuados no MPT não parecem intimidar as recompras. No entanto, ao analisar as variações ano a ano nas recompras foram encontrados coeficientes negativos e estatisticamente significantes a 10% e 1%, respectivamente, no volume de recompras e em termos percentuais do lucro. Empresas com maior número de procedimentos em um ano aumentam menos (ou diminuem) as recompras naquele ano. Em termos do volume, um procedimento a mais autuado no MPT está relacionado com R\$ 1,011 mil a menos de recompra em cada ano relativamente ao ano anterior. Em termos percentuais, um procedimento a mais autuado no MPT está relacionado com 0,03 ponto percentual a menos de *payout* em cada ano em comparação ao ano anterior.

Na segunda hipótese testamos a relação entre os procedimentos autuados e os dividendos pagos, para compará-los com as recompras, por não gozarem da flexibilidade de que gozam as recompras (Iyer e Rao, 2017; Ni et al, 2020). De forma semelhante às recompras, só encontramos coeficiente negativo com significância estatística (1%) na variação dos dividendos ponderado pelo lucro. É possível interpretar que apenas o crescimento no *payout* é visto como um benefício extra aos acionistas, em detrimento dos trabalhadores, e um procedimento a mais autuado no MPT está relacionado a 0,4 pontos percentuais a menos de *payout* de dividendos. Comparativamente ao valor de 0,03 ponto percentual a menos de *payout* de recompras, o efeito parece mais forte para os dividendos do que para as recompras. No entanto, considerando que o valor médio (considerando as variáveis winsorizadas) do *payout* de recompras é de apenas 1,07% contra 29,37% do *payout* de dividendos, o efeito estimado nas regressões é mais alto para as recompras ($0,03/1,07 = 0,028$) do que para os dividendos ($0,4/29,37 = 0,014$). Desta forma, apesar das evidências dependerem da forma de mensuração das variáveis e serem estatisticamente significantes apenas para as variações entre os anos, os resultados são condizentes com ambas as hipóteses, isto é, empresas com maior autuação do MPT tendem a aumentar menos a remuneração dos acionistas tanto através de recompras quanto através de dividendos, mas o efeito parece ser de maior magnitude para as recompras do que para os dividendos.

Esse estudo é importante sob várias perspectivas do ponto de vista prático: (i) auxilia o MPT a verificar o montante de recompras efetuados quando necessário analisar a capacidade de pagamento das empresas, seja em uma alegação de falta de recursos, ou num pedido de parcelamento de multas, ou ainda na imputação de dano moral; (ii) oferece *insights* sobre a força da penalidade e sua capacidade de inibir condutas que ofendem à lei; (iii) possível ocorrência de prejuízos financeiros aos acionistas, no retorno de longo prazo, em caso de prejuízos reputacionais causados por greves, boicotes etc; (iv) destinação de valores tanto extra como judicialmente que atualmente podem ser revertidos à entidade sem fins lucrativos que promovem direitos sociais.

Na perspectiva acadêmica, esse estudo preencheu lacunas na literatura local visto trazer dados únicos para medição da força dos trabalhadores, que não dependem de divulgação da empresa nem da mídia, e somente são possíveis no Brasil, diferenciando de estudos realizados nos EUA, que usam a taxa de sindicalização como *proxy*. Tais dados trazem também algumas limitações, como potenciais vieses (não observáveis) como o julgamento dos Procuradores, que podem levar à frente alguns perfis de empresas com maior probabilidade que outras, como maior porte, melhor situação financeira ou controvérsias na mídia.

Como sugestão de pesquisa futura, os novos estudos poderiam optar por controlar a reputação e notoriedade na mídia de violações dos direitos dos *stakeholders*.

Referências

- Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331-1355.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.
- Altman, E. I.; Hartzell, J.; Peck, M. (1995). A scoring system for emerging market corporate debt. *Emerging Market Capital Flows*, 1995.
- Alvarez, W. J. (2023, março 2). The 1% stock-buyback tax hasn't slowed repurchases. A proposed 4% tax might. A bill that aims to bump up the new share-buyback tax could result in more money being allocated to dividends and less to stock repurchases, executives say *The Wall Street Journal*. Recuperado de <https://www.wsj.com/articles/the-1-stock-buyback-tax-hasnt-slowed-repurchases-a-proposed-4-tax-might-f87044eb>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97, 71-86.
- Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. J., & Wong, M. F. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 51-90.
- Bergman, N. K., & Jenter, D. (2007). Employee sentiment and stock option compensation. *Journal of financial Economics*, 84(3), 667-712.
- Biden, J. (2020, março 2020). I am calling on every CEO in America to publicly commit now to not buying back their company's stock over the course of the next year [Tweet]. Antigo Twitter. Atual X. Recuperado de <https://x.com/JoeBiden/status/1240998489498288129>
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., Silva, E. S., & Silva, R. S. (2009). Stakeholder theory and theory of the firm: A study on the hierarchy of objective-functions in Brazilian companies. *Review of Business Management*, 11(32), 289-307.
- Bonaimé, A. A., Öztekin, Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200.
- Castro, F. H., & Yoshinaga, C. (2019). Underreaction to open market share repurchases. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(80), 172-185. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806230>
- Chao, C. H., & Huang, C. J. (2022). Firm performance following actual share repurchases Effects of investment crowding out and financial flexibility. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73, 101738. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101738>
- Chen, T. K., Chen, Y. S., & Liao, H. H. (2011). Labor unions, bargaining power and corporate bond yield spreads: Structural credit model perspectives. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2084-2098.

- Chen, S.-S., Chen, Y.-S., & Wang, Y. (2015). Does labor power affect the likelihood of a share repurchase?. *Financial Management*, 44(3), 623-653
- Chen, N. Y., & Liu, C. C. (2021). Share repurchases and market signaling: Evidence from earnings management. *International Review of Finance*, 21(4), 1203-1224.
- Chu, Y. (2018). Shareholder-creditor conflict and payout policy: Evidence from mergers between lenders and shareholders. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3098-3121.
- Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm
- DesJardine, M. R., Zhang, M., & Shi, W. (2023). How shareholders impact stakeholder interests: A review and map for future research. *Journal of Management*, 49(1), 400-429.
- Freeman, R. B. (2011). *What can we learn from the NLRA to create labor law for the twenty-first century?* *ABA Journal of Labor & Employment Law*, 26(2), 327-343.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Illinois, EUA: University of Chicago
- Gelb, D. S. (2000). Corporate signaling with dividends, stock repurchases, and accounting disclosures: An empirical study. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(2), 99-120.
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of applied corporate finance*, 13(1), 31-51.
- Haw, I- M., Hu, B., Wu, D., & Zhang X. (2018). Having a finger in the pie: Labor power and corporate payout policy. *Financial Management*, 47(4), 993-1027.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of accounting and economics*, 41(1-2), 3-27.
- Huang, G. C., Liano, K., Manakyan, H., & Pan, M. S. (2013). Open-market stock repurchases by insurance companies and signaling. *Risk Management and Insurance Review*, 16(1), 47-69. <https://doi.org/10.1111/rmir.12003>
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial management*, 27(3), 73-82. <https://doi.org/10.2307/3666276>
- Iyer, S. R., & Rao, R. P. (2017). Share repurchases and the flexibility hypothesis. *Journal of financial research*, 40(3), 287-313.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Jolls, C. (1998). *Stock Repurchases and Incentive Compensation* (NBR Working Paper Series n. 6467). Recuperado de https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6467/w6467.pdf

- Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.
- Lei n. 7347/85, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (VETADO) e dá outras providências. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7347orig.htm
- Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 411-436.
- McMichael, B. J., & Kip Viscusi, W. (2017). The punitive damages calculus: The differential incidence of state punitive damages reforms. *Southern Economic Journal*, 84(1), 82-97. <https://doi.org/10.1002/soej.12217>
- McNally, W. J. (1999). Open market stock repurchase signaling. *Financial management*, 28(2), 55-67.
- Ni, X., Song, W., Yao, J. (2020). Stakeholder orientation and corporate payout policy: Insights from state legal shocks. *Journal of Banking & Finance*, 121, 105970. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105970>
- Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 187-222. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00022-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00022-1)
- Pamplona, N. (2021, março 7). Vale distribui R\$ 34 bi em dividendos, mas atrasa reparos a vítimas de acidentes. *Folha de São Paulo*, Mercado, A22. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/03/vale-da-r-34-bi-em-dividendos-mas-atrasa-reparos-a-vitimas-de-acidentes.shtml>
- Redeker, N. (2022). The politics of stashing wealth: The decline of labor power and the global rise in corporate savings. *The Journal of Politics*, 84(2), 975-991.
- Resolução, n. 69, de 12 de dezembro de 2007. Disciplina, no âmbito do Ministério Público do Trabalho, a instauração e tramitação do inquérito civil, conforme artigo 16 da Resolução nº 23, de 17 de setembro de 2007, do Conselho Nacional do Ministério Público. Recuperado de <https://midia-ext.mpt.mp.br/pgt/csmpt/resolucoes/resolu69.pdf>
- Resolução, n. 179, de 26 de julho de 2017. Regulamenta o § 6º do art. 5º da Lei nº 7.347/1985, disciplinando, no âmbito do Ministério Público, a tomada do compromisso de ajustamento de conduta. Recuperado de <https://www.cnmp.mp.br/portal/images/Resolucoes/Resolu%C3%A7%C3%A3o-179.pdf>
- Resolução, n. 179, de 26 de novembro de 2020. Dispõe sobre a reversão de bens e recursos decorrentes da atuação finalística do Ministério Público do Trabalho e as respectivas mediadas de fiscalização. Recuperado de <https://midia-ext.mpt.mp.br/pgt/csmpt/resolucoes/Resolu179.pdf>
- Resolução CVM n. 44, de 23 de agosto de 2021. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores

mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>

Manual de rotinas: Assessoria Jurídica dos Ofícios. [2021]. (Versão 1.0). Ministério Público do Trabalho. Recuperado de <https://midia-ext.mpt.mp.br/pgt/apge/portal-sge/processos/arquivos/manual-assessoria-juridica-dos-oficios.pdf>

Smith, H. J. (2003, July 15). The shareholders vs. Stakeholders debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 85-90.

Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.

¹ Buscou-se inicialmente medir os valores pagos das multas por descumprimento de TAC e os valores pagos a título de dano moral coletivo como métrica de *labor power*. Porém, esta pesquisadora teve acesso aos valores somente no âmbito da PRT da Segunda Região (PRT2), e ressaltados os casos sigilosos. Além disso, boa parte dos dados encontrados no sistema não se mostraram confiáveis, sendo necessário a confirmação inclusive em procedimentos e processos físicos, caso a caso. Os valores pagos no âmbito da PRT2 também foram em maior quantidade relativos a empresas de capital fechado. Para acesso à todas as regionais do Brasil, é necessário a autorização do Procurador Geral do Trabalho (PGT), cargo logo abaixo do Procurador Geral da República (PGR), chefe do Ministério Público da União (MPU). Adicionalmente, o Procurador responsável pela defesa jurídica no Tribunal de Contas da União (TCU) (vide nota de rodapé número 2), não soube informar se o MPT teria os valores das doações feitas diretamente pelo MPT já compilados, sendo necessário entrar em contato com a Secretaria de Tecnologia da Informação e Comunicação (SETIC). Foram tentadas reuniões com a SETIC que também informou que seria necessário autorização do PGT.

² No momento em que esta dissertação foi escrita havia uma decisão do TCU de 20/09/2023, contra a destinação efetuadas pelos membros do MPU dos recursos oriundos dos TAC e dos acordos em ações judiciais pelo MPU, devendo, no caso do MPT, os valores serem recolhidos ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Contra a decisão foi interposto um recurso com efeito suspensivo, estando, desta forma, ainda em discussão, a forma de destinação de bens e recursos por parte do MP.

³ De acordo com o artigo 202 da Lei das S/A (Lei n. 6404, 1976), é um direito do acionista receber a parcela dos lucros determinada no estatuto social, que quando omissa, corresponde à metade do lucro líquido ajustado.

⁴ Quando se lista os processos por CNPJ, no sistema do MPT, são relacionados todos os procedimentos em face desse CNPJ, incluindo os procedimentos desativados (por qualquer motivo como envio a outra regional ou anexados a outro procedimento), arquivados (já resolvidos por exemplo), etc. Já na totalização de procedimentos no MPT, sem a indicação do CNPJ, são quantificados todas as NF autuadas (incluindo as desativadas e arquivadas) e as NF e procedimentos distribuídos e instaurados (excluídos os desativados por exemplo). Desta forma, optou-se por demonstrar as quantidades de NF autuadas por ano bem como os procedimentos distribuídos, também por ano, para informar ao leitor sem a finalidade de verificação de percentuais em relação ao total, uma vez que o sistema não suporta tal relação

⁵ A duplicação ocorre quando os procedimentos são remetidos à CCR e à CRJ, que são Câmaras de análise, revisão e acompanhamento, bem como quando é usado o mesmo CNPJ e número de procedimento (mesma denúncia), mas usando nomes de empresa parecidos (Cimob Companhia Imobiliária e Cimob participações S/A., ou nomes terminados em S/A, S./A, S.A, S.A., S/A etc.)

⁶ https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-vlmo. Foram usados o pacote RSelenium e o navegador Firefox.

⁷ Acesso concedido pela Chefia da PRT 2 Região via PGEA no MPT Digital Administrativo.