
Um Estudo sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa

Aucilene Vasconcelos Hahn ¹

Silvania Neris Nossa ²

Aridelmo J. C. Teixeira ³

Valcemiro Nossa ⁴

•Artigo recebido em: 20/06/2008 ••Artigo aceito em: 24/06/2009 ••• Segunda versão aceita em: 10/08/2010

Resumo

A concentração acionária pode influenciar na gestão organizacional, assim como, por meio do pagamento de dividendos, sinalizar lucratividade, ou, ainda, ser uma estratégia dos controladores no sentido de mitigar o conflito de agência. Assim, objetiva-se este estudo analisar a relação entre a concentração acionária e o nível do payout. Trata-se de um estudo empírico. Na amostra foram considerados os dados das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. O estudo foi elaborado por meio de testes empíricos com o emprego de análise de regressão em panel data, considerando-se o período de 1996 a 2008. A amostra foi estudada contemplando todos os dados das empresas, dividindo-a em duas partes: a primeira incluiu todos os valores do *payout*, e a segunda contém somente os valores do *payout* acima de 25%. A porcentagem de ações possuídas pelo maior acionista foi utilizada como variável independente, e para a variável dependente foi utilizado o *payout*. Foram considerados os dados do Balanço não consolidado. Como principal evidência, tem-se que, no caso das empresas brasileiras, que pagaram dividendos acima de 25%, existe relação entre a concentração acionária e o *payout*, e essa relação é positiva, ou seja, quanto maior a concentração acionária maior o nível do *payout*.

Palavras-chave: Concentração Acionária; *Payout*; Conflito de *Agency*.

¹ Mestre em Contabilidade pela FUCAPE Business School – ES. E-mail: aucilenevas@yahoo.com.br

² Mestre em Contabilidade pela FUCAPE Business School – ES. E-mail: silvanianossa@uol.com.br

³ Prof. Dr. da FUCAPE Business School – ES. E-mail: aridelmo@fucape.br

⁴ Prof. Dr. da FUCAPE Business School – ES. E-mail: valcemiro@fucape.br

Nota: este artigo foi aceito pela Editora Científica Jacqueline Veneroso Alves da Cunha e passou por uma avaliação *double blind review*.

A Study of the Relationship Between Shareholding Concentration and Payout Level of Brazilian Companies Traded in the Bovespa

Abstract

This paper is an empirical study of the relationship between the shareholding concentration and payout level of Brazilian companies listed for trading on the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA). We performed a regression analysis of panel data on the companies, covering the period from 1996 to 2008, contemplating all the data, dividing them into two groups. The first included all those with payout and the second only those with payout above 25%. We used the percentage stake held by the largest single shareholder as the independent variable and the payout as the dependent variable, considering the data from the non-consolidated balance sheet. The main finding is that in the case of Brazilian companies there is a positive relation between shareholding concentration and payout, that is, the greater the ownership concentration, the higher the payout level is.

Keywords: Shareholding Concentration; Payout; Agency Conflict.

1. Introdução

A formação e o desenvolvimento das empresas brasileiras tiveram influência do Estado e das famílias, o que gerou uma grande concentração acionária na estrutura das empresas brasileiras. Mesmo após as privatizações que ocorreram a partir da década de 1980 ainda pode-se observar que o capital das empresas é pouco pulverizado.

Após a apuração do lucro, as empresas de capital aberto têm que decidir entre distribuir dividendos aos seus acionistas ou reter lucros para futuros investimentos, ou seja, as empresas precisam definir sua política de dividendos.

Contudo, a política de dividendos adotada por uma empresa nem sempre está de acordo com os interesses dos acionistas minoritários. Estes possuem como direito principal o recebimento de dividendos, gerando assim um conflito de agência com os controladores das empresas, pois os acionistas controladores podem ter forte influência nas decisões das empresas, que vão

de encontro aos interesses dos acionistas. Essa situação é citada por Procianoy (1994a, p. 15):

O poder exercido pelo controlador destas empresas irá determinar, ou pelo menos influenciar significativamente, a atitude da administração. Seria possível encontrar atitudes por parte da administração/controlador que não sejam maximizadoras da riqueza dos acionistas como um todo, mas sim maximizadoras dos interesses do controlador.

La Porta *et al.* (2000, p. 3) mencionam que o fato de o conflito entre gestores e acionistas minoritários ser o centro de análise das empresas modernas ocorre, uma vez que a distribuição de dividendos ou a retenção de lucro, pode não estar de acordo com o interesse de todos os envolvidos. Os controladores podem usar os ativos para uma gama de propósitos, em benefício próprio, em detrimento aos interesses dos investidores externos.

De acordo com Lopes e Martins (2005, p. 52), no sistema jurídico de direito romano ou *code law* “as leis emanam do texto legal. Isto é, para que algo tenha valor é necessário que haja uma menção clara e específica na lei”, mas no direito consuetudinário ou *common Law* “a origem da regulação está mais ligada aos costumes e tradições”. De acordo com a pesquisa feita por La Porta *et al.* (2000, p. 2), nos países *common law*, os acionistas minoritários conseguem obter seus direitos de receber dividendos das empresas.

Especificamente, firmas em países *common law*, nos quais a proteção dos investidores é tipicamente melhor, fazem altos pagamentos de dividendos do que em firmas em países *civil law* fazem. (...) Esses resultados suportam a versão da teoria da agência no qual investidores em países com boa proteção legal usam os poderes da lei para extrair dividendos das firmas, especialmente quando as oportunidades de reinvestimentos são poucas.

No Brasil, a Lei 6.404/76, que regula as Sociedades Anônimas, estabeleceu um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro das empresas. (BRASIL, 1976).

Para melhorar a sua credibilidade o mercado de capitais brasileiro, devido à falta de transparência das empresas e a forma como estas estavam tratando os acionistas minoritários a BOVESPA, criou o Novo Mercado.

No Novo Mercado somente seriam aceitas as empresas que apresentassem uma melhor transparência nos seus relatórios e melhor proteção aos acionistas minoritários. Na BOVESPA, as empresas estarem ou não classificadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, depende do grau de comprometimento assumido pela empresa (CARVALHAL DA SILVA, 2002).

(...) a criação do Novo Mercado pela BOVESPA é uma medida salutar com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores das companhias (CARVALHAL DA SILVA, 2002, p. 22).

Espera-se que este estudo contribua para o conhecimento das variáveis que possam estar influenciando o *payout*, que corresponde aos dividendos pagos pelas empresas em relação ao lucro líquido do exercício. Por meio da política de dividendos a empresa pode decidir entre distribuir dividendo ou retê-lo para investir em projetos, porém tal política nem sempre está de acordo com os interesses dos acionistas minoritários. Assim, esta pesquisa se desenvolveu com a finalidade de averiguar empiricamente se existe relação entre a concentração acionária existente nas empresas brasileiras e o nível do *payout*. As evidências empíricas encontradas nesta pesquisa se fundamentam no estudo de Procianny (1994b, p. 76-77):

A existência de um grupo controlador nas companhias brasileiras de capital aberto faz com que a relação entre controle e gestão na organização empresarial – entendendo-se por controle as ações ordinárias com direito a voto, oriundas do capital aportado pelos sócios, e por gestão o trabalho contributivo dos administradores – seja bastante distinta da relação existente na grande maioria das empresas. Podemos afirmar que, no Brasil, a última definição sempre cabe ao controlador, ou ao representante do grupo controlador. O que não acontece em outros países, onde a eleição dos membros do conselho de administração é feita por milhares de acionistas reunidos em assembleia geral.

Pesquisa realizada por La Porta *et al.* (1997) analisaram dados de 38 países, para estudar por que alguns países têm o mercado de capital mais desenvolvido do que outros. La Porta *et al.* (1997) concluíram que tanto as regras legais quanto a sua implementação influenciam no desenvolvimento dos respectivos mercados de capital.

Em linhas gerais, este estudo propõe-se a averiguar se a política de dividendos tem sido influenciada pela existência da concentração acionária presente nas empresas brasileiras. Diante do exposto, as empresas, por meio de sua diretoria administrativa, poderiam estar decidindo suas políticas de investimentos e dividendos, influenciando assim o nível do *payout*.

No entanto, uma vez que cada empresa possui propósitos e metas diferentes, a distribuição de dividendos pode ocorrer de acordo com os interesses de quem está no controle e também da situação econômica do mercado. Além disso, devido à existência da concentração acionária nas companhias abertas no mercado de ações brasileiro as decisões tomadas pela administração nem sempre estão de acordo com os mesmos propósitos dos acionistas minoritários, que têm como principal direito o de receber dividendos (CARVALHAL DA SILVA, 2002).

Assim, este trabalho tem como propósito investigar a seguinte questão: **Qual a relação entre a concentração acionária e o nível do *payout* nas empresas brasileiras que são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa?**

Para responder a essa questão foi desenvolvida uma pesquisa empírica, elaborada por meio de dados das empresas de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA no período de 1996 a 2008.

Os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de dividendos das empresas brasileiras, foram analisados por Carvalho da Silva (2002), que observou um alto grau de concentração do capital votante. Mesmo com ausência de um acionista majoritário, o maior acionista possui parcela significativa do capital votante.

Dada a influência do poder do capital votante nas decisões adotadas nas empresas, supõe-se que o nível de *payout* pago pelas empresas aos acionistas possa estar relacionado com a concentração acionária. A proteção legal aos acionistas minoritários no Brasil teve várias alterações, que podem

se justificadas por diversas mudanças na lei devido às influências políticas econômicas que nem sempre estavam de acordo com os interesses dos acionistas externos.

Logo, a hipótese elaborada a ser testada neste estudo é:

H_0 : existe relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* pago aos acionistas.

Fez-se o teste de hipótese tanto para as empresas que pagaram os dividendos de 25% previstos em Lei; como também para aquelas empresas que pagaram dividendos superiores a este percentual. A concentração acionária também é uma característica marcante nas empresas brasileiras. Essa situação provoca conflitos de agência entre controladores e investidores externos, uma vez que os interesses podem ser divergentes, conforme Carvalhal da Silva (2002) e Procianny (1994b).

2. Referencial Teórico

2.1 Concentração Acionária – Características das Empresas Brasileiras

A concentração acionária pode vir a influenciar diversas decisões que ocorrem na administração das empresas, devido à centralização do poder nas mãos dos acionistas controladores. Para Silveira (2002), a política de dividendos pode ser uma das decisões tomadas pelas empresas; no entanto, existem interesses divergentes entre os acionistas controladores e os investidores externos minoritários: os primeiros podem querer aplicar o lucro da empresa em investimentos, e os demais podem preferir receber dividendo. De acordo com Silveira (2002, p. 31):

(...) A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

A existência de grupos econômicos nas empresas brasileiras que possuem concentração acionária também pode estar influenciando no conflito de agência entre controladores e acionistas. Segundo pesquisa realizada por Carvalho da Silva (2002), em média, os três maiores acionistas controlam a empresa, e a diferença entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas em comparação ao percentual em posse dos minoritários é razoável.

De acordo com Procianoy (1994b) a existência de um grupo controlador bem definido é uma característica do mercado brasileiro, bastante distinto daquela de outros mercados. O autor exemplifica que o controle acionário de uma sociedade anônima se dá por 50% mais uma das ações ordinárias.

Ainda segundo Procianoy (1994b) o controlador tem acesso à possibilidade de governar e comandar a companhia ao eleger os membros do Conselho de Administração e, em decorrência, nomear a diretoria para a realização da gestão. La Porta *et al.* (1999) analisaram a estrutura de controle das empresas em 27 países e detectaram que em países com baixa proteção aos acionistas, mesmo as grandes firmas tendem a ter o controle acionário. Algumas vezes o controlador é o Estado ou famílias, mais frequentemente as empresas são controladas pelas famílias, ou seja, pelo fundador ou pelos seus descendentes. Nas empresas nas quais o controle acionário é familiar, os mesmos têm o poder para expropriar o acionista minoritário.

As empresas familiares também são uma característica na economia brasileira. Esse tipo de companhia possui presença marcante no mercado brasileiro; o controle acionário e a administração da empresa estão em poder do proprietário. Procianoy (1994b, p. 20) aborda a influência da família na gestão dos negócios:

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

A influência dos proprietários de empresas familiares na administração da companhia gera problema de conflito de agência com os investidores externos, pois aqueles tendem a tomar decisões em benefício próprio. Nesse contexto, Loss (2004, p. 40) fala sobre este assunto, “(...) este fato, aliado à escassez de recursos de longo prazo, pode influenciar em um máximo de retenção de recursos próprios, podendo ser esta retenção utilizada em benefício próprio”.

A concentração de propriedade não é característica somente das empresas brasileiras, La Porta *et al.* (1998) pesquisaram 49 países em torno do mundo e observaram que a concentração é extremamente alta e que bons padrões contábeis e medidas de proteção aos acionistas estão associados a uma baixa concentração de propriedade, indicando que concentração é uma resposta para fraca proteção ao investidor.

2.2 Política de Dividendos

A política de distribuição de dividendos é uma das grandes decisões a serem tomadas pela administração financeira das empresas. Todos os anos as companhias de capital aberto enfrentam esse “quebra-cabeça”, para decidir qual o percentual do lucro que será distribuído sob forma de dividendos aos acionistas. Conforme Loss e Sarlo Neto (2003, p. 40) “a política de dividendos não é apenas uma decisão sobre o quanto pagar ao acionista. Ela é também uma decisão sobre o quanto ficará retido na empresa, bem como dos motivos que levaram a esta retenção”.

Nesse contexto, Bueno (2000, p. 27) comenta que “a complexidade aumenta quando se trata de companhia aberta, uma vez que a propriedade está espalhada por inúmeros proprietários com diferentes opiniões a respeito”. Os diferentes direitos, poderes e obrigações conferidas aos titulares das ações preferências ou ordinárias podem gerar um conflito de interesses, uma vez que os propósitos dos investidores externos podem ser diferentes daqueles acionistas controladores.

De acordo com Assaf Neto (2003), na política de dividendo o que se procura definir mais adequadamente é a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas, isto é, o índice de *payout* de uma empresa, o qual está definido na Equação 1 a seguir:

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}}$$

Ao pagar dividendos, as empresas podem estar indicando que estão tendo uma boa rentabilidade, valorizando assim as ações e aumentando o valor da empresa. Nesse contexto, Bueno (2000, p. 37) ressalta que “toda discussão em torno dos dividendos é levantada em torno de sua capacidade ou não de aumentar a riqueza de seus proprietários, a comentada maximização do valor da empresa”.

Várias teorias foram desenvolvidas e estudos empíricos foram realizados sobre a política de distribuição de dividendos e sua relevância ou irrelevância no valor da empresa. Alguns estudiosos defendem a relevância dos dividendos, como Gordon (1963), Lintner (1962) e Gitman (2004), que defendiam a teoria do “pássaro na mão”, ou seja, para os investidores é mais interessante (seguro) receber dividendos do que ganhos de capital no futuro. Miller e Modigliani (1961) eram favoráveis à teoria da irrelevância na política de dividendos. Para os autores o valor da empresa não depende da distribuição de dividendos.

Os investidores externos, principalmente os minoritários, estão interessados nos rendimentos de suas aplicações nas empresas. As entidades devem estudar e formular uma política capaz de atender ao financiamento da empresa em novos projetos (reinvestimentos), assim como procurar atender aos propósitos dos acionistas externos. Porém, essa decisão nem sempre está de acordo com o interesse de todos os envolvidos, gerando assim o conflito de agência.

2.3 Ambiente Legal no Brasil - Dividendos – Conflito de Agência

O ambiente legal é considerado importante para a proteção aos acionistas minoritários, proteção esta que seria principalmente contra a expropriação do direito dos acionistas de receberem dividendos. A legislação brasileira que regulamenta as companhias de capital aberto, Lei no 6.404/76, conforme Brasil (1976), sofreu várias alterações, devido às influências políticas econômicas, uma delas foi a Lei no 9.457/97, conforme Brasil

(1997), chamada de Lei Kandir. Porém, essas mudanças, quase sempre, não visavam à proteção dos acionistas minoritários, pelo contrário, suprimiu o direito de recesso dos acionistas nos casos de cisão, fusão e de dissolução da companhia.

Algumas mudanças ocorridas na Lei das S.A. acabaram por prejudicar os investidores externos. Essas questões são observadas por Srour (2001, p. 4), com o argumento de que “a legislação brasileira já foi utilizada como instrumento institucional de política econômica em 1997, descaracterizando, assim, o seu papel de guardiã incondicional dos direitos dos investidores externos da firma”. Ainda segundo o autor, “constatou-se que nesse período as empresas com maior discrepância entre o poder de voto e propriedade participaram mais fortemente do grupo que diluiu mais os acionistas minoritários”.

Em muitos países, como o Brasil, a origem da proteção legal está ligada às leis de seus colonizadores. De acordo com as características das leis de cada país, estas estão divididas em *commom-law* e *civil-law*. Países colonizados por Portugal e Espanha têm como característica *civil law*, e países colonizados pela Inglaterra têm como característica *common-law*. Os países que possuem regime legal baseado em *common-law* tendem a apresentar uma melhor proteção aos acionistas externos e melhor implementação da lei, enquanto países baseados pelo *civil-law* tendem a apresentar características opostas, como atestam La Porta *et al.* (1998). Nesse mesmo contexto, de acordo com Loss (2004, p. 43),

O comportamento da política de dividendos de companhias que opera nos diversos mercados diferencia-se de país para país devido ao ambiente regulatório. Em suma, a lei é um dos instrumentos que servem de proteção aos acionistas minoritários contra as práticas abusivas de controladores e gerentes e, inevitavelmente, esta lei diferenciará conforme a cultura e a forma de legislar de cada país.

De acordo com os resultados empíricos obtidos por La Porta *et al.* (2000, p. 3-9), nos quais foram pesquisados os conflitos de agência em 4.000 firmas de 33 países em torno do mundo, observou-se que os acionistas que investem em países que possuem boa proteção legal fazem uso dos instrumentos legais para obterem seus direitos, ou seja, recebimento dos

dividendos, especialmente quando os investimentos que os controladores estão interessados em aplicar não possuem boa rentabilidade. Ainda conforme esses autores, um dos principais remédios para o conflito de agência é a lei, pois assim os acionistas poderão requerer seus direitos, fazendo uso da mesma.

A legislação brasileira, com o propósito de melhorar a proteção aos acionistas externos, estabeleceu um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro das empresas. Foi criada a Lei no 10.303/01, que também procurou oferecer uma melhor proteção aos acionistas.

Conforme a legislação brasileira, as ações das empresas estão divididas em ordinárias e preferenciais, sendo diferenciadas por suas vantagens, obrigações e direitos oferecidos aos seus titulares. As características de cada tipo de ação são citadas por Assaf Neto (2003, p. 97-98), no qual as ações ordinárias,

(...) apresentam como principal característica o direito de voto, podendo esse acionista influir nas diversas decisões da empresa. (...) As ações preferenciais possuem as seguintes vantagens: a) preferência no recebimento de dividendos, em relação aos acionistas ordinários, ficando estes na dependência de saldo; b) vantagem no recebimento dos dividendos, com a fixação de um dividendo mínimo obrigatório ou fixo (caso bastante raro nas empresas brasileiras); c) preferência no reembolso do capital em caso de liquidação da sociedade (...).

As características de cada tipo de ação, ou seja, vantagens, direitos e obrigações provocam um conflito de interesses entre os titulares das ações. Esses conflitos tendem a ser maiores nos países nos quais os acionistas não conseguem utilizar a lei para garantir seus direitos e também devido à existência de concentração acionária, que, por sua vez, pode tomar determinadas decisões, como por exemplo, a política de dividendos, conforme interesses dos controladores. Com relação aos dividendos, as ações preferenciais obtiveram alguns direitos na Lei no 10.303/01, art. 17:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na

forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Os acionistas minoritários obtiveram outras garantias, como na situação de ocorrer fechamento de capital da empresa. De acordo com a Lei no 10.303/01, art. 4o, a entidade ou o acionista controlador somente poderá fechar o capital por meio de oferta pública para adquirir as ações em circulação pagando o preço justo. Ainda conforme essa lei, em seu art. 4o, conforme Brasil (2001), foi reduzido o limite de emissão das ações preferenciais para 50%, para as novas empresas que forem constituídas a partir de 2002.

Dessa forma, pôde-se observar a importância do ambiente legal num país, para que os acionistas, principalmente os minoritários, possam estar protegidos para obterem seus direitos diante das diversas situações que poderão ocorrer nas empresas devido às decisões a serem tomadas pelos controladores.

2.4 Governança Corporativa – Concentração Acionária

Conforme abordado anteriormente, as empresas brasileiras são caracterizadas pela existência de concentração acionária. De acordo com Silveira (2002, p. 31): “A forte concentração das ações com direito a voto é carac-

terística fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas.”

O mercado de capitais brasileiro, embora tenha tido um crescimento, ainda é considerado incipiente, principalmente quando comparado aos mercados nos países desenvolvidos. Os problemas que podem estar influenciando o funcionamento do mercado acionário no Brasil são devidos a diversos fatores, como: alta concentração acionária; presença de empresas familiares; diversas alterações nas leis; e falta de transparência das empresas para com os acionistas minoritários. De acordo com Silveira (2002, p. 32) os controladores possuem influência na indicação dos membros do Conselho,

Como decorrência da grande concentração de poder, membros do Conselho de Administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação da orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Ainda nesse contexto, de acordo com Srour, (2001, p. 01), as falhas no mercado de capitais são causadas pela falta de transparência das empresas e pelo tratamento oferecido aos acionistas minoritários, “acarretando graves consequências para a eficiência da economia como um todo. Bons projetos deixam de ser financiados quando a firma não se compromete com a proteção dos interesses dos seus acionistas”.

Os países que, como o Brasil, apresentam fraca proteção legal aos acionistas e adotam como regime legal o *civil-law*, tendem a ter o mercado acionário pouco desenvolvido, enquanto os países com forte proteção aos investidores externos e que adotam o regime de lei *common-law* possuem o mercado de capitais desenvolvido, de acordo com La Porta *et al.* (1997, p. 1.149).

Segundo Assaf Neto (2003), no mercado de capitais, as empresas conseguem obter financiamento para os projetos que elas querem desenvolver, porém, devido aos problemas de proteção aos direitos dos acionistas externos, o mercado não consegue atrair muitos investidores. Por isso, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou o Novo Mercado, no qual somente

se negociam ações de empresas que apresentam uma melhor clareza nos seus relatórios, boas práticas de governança e que protejam melhor os acionistas externos. Nesse contexto, Assaf Neto (2003, p. 259) comenta que:

As práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas listadas no Novo Mercado devem ser, em princípio, mais rígidas que as previstas na legislação societária brasileira. O objetivo é o de ampliar os direitos dos acionistas e atribuir maior importância na melhoria da relação com os investidores, elevando o potencial de valorização dos ativos emitidos pela companhia no mercado.

Antunes (2007) concluiu em sua pesquisa que a adesão das empresas brasileiras aos Níveis Diferenciados de Governança da Bovespa (NDGB) não apresentou impacto sobre a qualidade contábil das empresas. Isso indica que os NDGBs não garantem efetiva prática de governança, de modo que a adesão parece ser motivada pelo aumento de liquidez nos papéis e não necessariamente pela busca de melhores práticas de governança.

Uma vez que a lei brasileira já foi influenciada por diversas situações políticas e econômicas, e verificada a existência de grande concentração acionária nas empresas brasileiras, os acionistas externos sentem-se inseguros quanto ao retorno dos investimentos aplicados no Brasil. Nesse contexto, a governança corporativa, de acordo com Srouf (2001, p. 4), funciona como um mecanismo de ajuda aos acionistas minoritários. No entanto, Almeida e Santos (2008, p. 10) observaram evidências empíricas de que “empresas com conselhos mais adequados ao que orientam os códigos de boas práticas de governança corporativa não são favoráveis à maior distribuição de lucros através de dividendos”. Em períodos de crise econômica, os acionistas minoritários tornam-se mais vulneráveis às decisões adotadas pelos acionistas controladores das empresas. Lemmon e Lins (2001, p. 21) estudaram o efeito da estrutura da propriedade no valor da firma durante a crise financeira no Leste Asiático no início de 1997 e concluíram que: “A crise representa um choque negativo para as oportunidades de investimentos nas firmas destes mercados, aumentando assim o incentivo dos acionistas controladores para expropriar os acionistas minoritários.”

O impacto da governança corporativa e o desempenho das firmas

foram estudados por Mitton (2002) durante a crise no Leste Asiático, numa amostra envolvendo 398 empresas da Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas e Tailândia, em que empresas que ofereceram diferenciais no que se refere à alta qualidade de evidenciação, alta transparência, estrutura de propriedade favorável bem como foco na organização, forneceram maior proteção aos acionistas minoritários.

Uma maior proteção aos investidores pode contribuir para um melhor desenvolvimento do mercado de capitais, pois assim os investidores poderão ter maior segurança e garantia do retorno nos seus investimentos.

3. Metodologia

Para alcançar o objetivo deste estudo, o método de pesquisa utilizado foi o empírico-analítico, que, segundo Martins (2000, p. 26), “são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento, análise de dados e privilegiam estudos práticos”.

Para a análise dos dados, foram classificadas como variável explicativa o percentual de ações possuídas pelo acionista majoritário e as variáveis de controle: tamanho, setor, liquidez da ação, dívida/PL; e como variável explicada foi considerado o *payout*, que é o percentual de distribuição dos dividendos pago pelas empresas aos acionistas sobre o lucro líquido do exercício ajustado.

A amostra compreende o período entre 1996 e 2008. Num primeiro momento, foram selecionadas as empresas que pagaram dividendos, independentemente do percentual pago, ou seja, estão inclusas nessa amostra as empresas que pagam dividendos, porque está previsto no estatuto da empresa; empresas que pagam dividendos porque a Lei no 6.404/76, por meio do artigo 202, estabelece um pagamento mínimo de dividendos de 25% sobre o lucro líquido do exercício ajustado; e inclui ainda as empresas que pagam dividendos acima de 25%, ou seja, as empresas que pagam dividendos independentemente do percentual mínimo obrigatório.

Em um segundo momento, formou-se uma nova amostra considerando somente as empresas com valores do *payout* acima de 25%. A seleção das empresas que pagaram dividendos superiores a 25% se deu no

sentido de ao selecionar as empresas que pagam dividendos superiores a 25% estariam os pesquisadores eliminando o peso da Lei no 6.404/76, sobre a decisão da empresa de pagar dividendos.

A Equação 2 foi adotada para analisar a relação entre *payout* e a concentração acionária:

$$PayOut_{it} = \alpha + \beta_1 Setor + \beta_2 \text{Concentração Acionária}_{it} + \beta_3 \text{Dívida/PL}_{it} + \beta_4 \text{Liquidez da ação}_{it} + \beta_5 \text{LogAtivo}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

α = coeficiente de interseção

$Payout_{i,t}$ = Proxy para pagamentos de dividendos, da firma i no período t, em razão do Lucro Líquido da firma;

$Setor_{i,t}$ = Indica o setor no qual a empresa i no período t se enquadra;

$Concentração\ Acionária_{i,t}$ = Indica a participação percentual do primeiro maior acionista da empresa i no período t;

$Dívida_{i,t}/PL_{i,t-1}$ = Passivo circulante + Passivo não circulante da firma i no período t, em razão do Patrimônio Líquido da empresa i no período anterior;

$Liquidez\ da\ ação_{i,t}$ = Liquidez da ação da empresa i no período t; e

$LogAtivo_{i,t}$ = Controle por Tamanho, medido pelo logaritmo do total de ativo da firma i no período t.

$\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro da regressão

As variáveis de controle Setor, Dívida/PL, Liquidez da ação e LogAtivo foram incluídas, no modelo de equação de regressão, no sentido de reduzir o erro estocástico.

Foi utilizada a técnica estatística de regressão em *panel data*. Por meio dessa técnica é possível verificar a existência ou não da relação entre a variável independente e dependente. A análise em *panel data* permite cap-

turar o comportamento das variáveis tanto na dimensão espacial quanto temporal. Existem três tipos de modelos analíticos de *panel data*: o de coeficiente constante ou *pooled regression*, o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (GREENE, 2003).

O modelo *pooled regression* pressupõe que tanto o intercepto quanto as inclinações não variam. O modelo de efeitos fixos pressupõe que as inclinações se mantêm, mas os interceptos são diferentes para cada empresa (no caso deste estudo). Nesse caso, os efeitos temporais não influenciam na regressão, apenas os endógenos de cada empresa (BALTAGI, 2001). O modelo de efeitos aleatórios parte do pressuposto de que não há correlação alguma entre o intercepto e as variáveis independentes.

De acordo com Brooks (2002), a utilização de *panel data* é relevante, uma vez que permite uma maior quantidade de informação e mais graus de liberdade, o que possibilita uma estimação mais eficiente.

Para decidir-se entre a abordagem da análise de regressão com dados em painel com efeitos fixos ou aleatórios, utilizou-se o teste de Hausman (Tabela 1 e Tabela 2), que, conforme Greene (2003) e Wooldridge (2006), propõe-se a testar se os coeficientes do painel com efeitos fixos e com efeitos aleatórios são sistematicamente diferentes.

Os resultados encontrados foram construídos a partir da análise de regressão em painel, com efeito fixo para a análise da amostra com empresas que pagaram dividendos e a partir da análise de regressão em painel com efeito aleatório para a análise da amostra de empresas que pagaram dividendos acima de 25%.

Na amostra de empresas que pagaram dividendos verificou-se 3.180 observações, enquanto na amostra de empresas que pagaram dividendos superiores a 25% foram estudadas 1.282 observações. Foi aplicado o teste bivariado de heterocedasticidade e não foi rejeitada a hipótese de homocedasticidade.

Tanto na análise de regressão em painel das empresas que pagaram dividendos quanto na análise das empresas que pagaram dividendos superiores a 25% foram gerados os resíduos para as duas análises das respectivas Equações de Regressão. Assim, verificou-se, por meio do teste de normalidade Shapiro-Wilk, não normalidade de resíduos, das respectivas equações de

regressão, por isso fez-se uso da correção *robust* disponível no *software* utilizado, conforme recomendações de Greene (1997, p. 635).

3.1 Seleção da Amostra e Variáveis Estudadas

Os dados obtidos para análise foram coletados do banco de dados da Economatica, cujas informações são voltadas para o mercado de capitais. O estudo foi realizado com os dados das empresas que têm (ou tiveram) ações negociadas na BOVESPA, no período de 1996 a 2008. Assim, se uma empresa entrou no mercado acionário em 2002, por exemplo, foi mantida na amostra, nos períodos nos quais a empresa divulgou informações. Da mesma forma, se uma empresa fechou capital em 2004, foi mantida na amostra no período no qual tem dados disponíveis.

Os dados constituem-se do percentual de ações possuídas pelo primeiro maior acionista (variável explicativa), o percentual do *payout* – exercício não consolidado (variável explicada) e as variáveis explicativas: Setor, Dívida da empresa em razão do patrimônio líquido, Liquidez da ação e o Tamanho da empresa representado pelo logaritmo lepeniano do ativo da empresa.

O uso da variável de controle tamanho foi recomendada por Brito e Brito (2005); Dalmácio *et al.* (2005); Gupta (1980); Sutton (1997); Kalescki (1945); Hall (1987); e Porter (1991).

Segundo Brito e Brito (2005), em 1931, na pesquisa de Gibrat “Les inégalities Économiques” foi proposta a chamada “Lei de Gibrat” que se propunha a estudar a lei do efeito proporcional, que seria o estudo do efeito tamanho das empresas e a distribuição de renda entre indivíduos. Em suas pesquisas, Dalmácio *et al.* (2005), Gupta (1980), Sutton (1997), Porter (1991), Kalescki (1945) e Hall (1987) encontraram relação positiva entre o tamanho e a lucratividade das empresas.

Porter (1991, p. 144) ressalta que “as empresas que tenham parcelas de mercado relativamente pequenas terão menor potencial de lucro” em comparação com as empresas com maior potencial de lucro. O autor ressalta inclusive que tais empresas “gozam de graus diferentes de negociação com clientes e fornecedores”. Assim, as empresas maiores vendem mais e seus custos dos produtos são reduzidos. Os estudos que analisaram a relação do tamanho das empresas com a lucratividade foram utilizados para justificar

o uso da variável de controle, porque os dividendos são gerados a partir da lucratividade das empresas.

A utilização da variável de controle endividamento da empresa pode ser fundamentada, conforme pesquisas de Schroeder *et al.* (2005), Marcon (2002), Modigliani e Miller (1958), Titman e Wessels (1988) e Pomerleano e Zhang (1999).

Para Schroeder *et al.* (2005) as empresas podem obter recursos de diversas fontes: capital de terceiros (endividamento), capital próprio (emissão de ações) ou reinvestimento de lucros (retenção de lucros).

Modigliani e Miller (1958) defendem que empresas inseridas em um ambiente com diversificada forma de captação de investimentos, que contemplem retornos incertos, podem atingir resultados diferenciados dependendo da estrutura de capital. Assim, em sua pesquisa Modigliani e Miller (1958) propuseram uma estrutura de capital “ótima”, na qual apresentam o trade off entre os custos e benefícios do endividamento.

Dentre os estudos que buscaram analisar as estruturas de capital das firmas, destaca-se ainda o trabalho de Titman e Wessels (1988), no qual os autores verificaram a estrutura de capital das empresas americanas e encontraram evidências empíricas de que há relação entre o nível de endividamento de longo prazo, rentabilidade e tamanho nas empresas americanas. Em seu trabalho, Pomerleano e Zhang (1999), ao estudarem as empresas de países latino-americanos e asiáticos, encontraram uma relação negativa entre o nível de endividamento de curto e longo prazo com a rentabilidade e o tamanho das empresas.

A inclusão da variável setor como variável de controle na análise de regressão é sugerida na pesquisa de Ferreira *et al.* (2009), uma vez que a lucratividade pode ser diferente entre os setores e isto pode influenciar na decisão de investimento e política de dividendos das empresas.

A inclusão da liquidez da ação como variável de controle é indicada nas pesquisas de Gordon (1963), Lintner (1962), Gitman (2004) e Miller e Modigliani (1961).

Gordon (1963), Lintner (1962) e Gitman (2004) defendiam a relevância da política de dividendos ao afirmar que, de acordo com a teoria do “pássaro na mão”, para os investidores é mais interessante (seguro) receber divi-

dados do que ganhos de capital no futuro. Assim a liquidez da ação de empresas que pagam mais dividendos poderia ser influenciada pela política de pagamento de dividendos.

Este trabalho foi realizado com dados após o ano de 1996, pois foi a partir desse ano que entrou em vigor a alteração do art. 10 da Lei nº 9.246/95 (Lei do Imposto de Renda), na qual constam que não estão sujeitos à incidência do imposto de renda pessoa física ou jurídica. Assim como os lucros ou dividendos calculados pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado (BRASIL, 1995).

Foram selecionadas as empresas de todos os setores da economia que possuíam ações e distribuíram dividendos no período de 1996 a 2008. Para efeito de análise foi preciso estabelecer alguns critérios de seleção, a fim de alcançar o propósito da pesquisa; para isso foram feitos os seguintes ajustes: foram retiradas da amostra, 2,5% da base de dados dos limites superiores e inferiores devido à existência de valores extremos. Foram excluídas as empresas que não possuíam dados disponíveis.

4. Resultados Encontrados

4.1 *Payout* e Ações Possuídas pelo Acionista Majoritário

Neste tópico são apresentados os resultados e análise de regressão em painel com efeito fixo, por meio da amostra de empresas que pagaram dividendos (3.180 observações).

No Apêndice 1, apresenta-se a Estatística Descritiva da concentração acionária das empresas que pagaram dividendos. Observou-se que os setores de comércio, mineração e o setor de petróleo e gás são os setores com menor concentração acionária média de 32%, enquanto no setor de eletroeletrônico a concentração acionária média (64%) das empresas se mantém como a mais alta de todos os setores.

No Apêndice 4, apresenta-se a Matriz de Correlação das variáveis: *payout*, logAtivo, liquidez da ação, dívida/PL, concentração acionária e setor, ao analisar-se as empresas que pagaram dividendos. Na Tabela 1 pode-se observar, por meio do teste de Hausman (0,011), indícios de que

não há diferença sistemática nos coeficientes, ao se comparar os resultados da análise de regressão em painel com efeito fixo e com efeito aleatório. Desse modo, assumiu-se a análise de regressão em painel com efeito fixo, para a análise da amostra de 3.180 observações de empresas que pagaram dividendos no período de 1996 a 2008.

Tabela 1 – Estatística de Regressão em Painel - Efeito Fixo – *Payout*

$$PayOut_{it} = \alpha + \beta_1 Setor + \beta_2 Concentração\ Acionária_{it} + \beta_3 Dívida/PL_{it} + \beta_4 Liquidez\ da\ ação_{it} + \beta_5 LogAtivo_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Coefficientes	Estatística - t	P-value
α	0,329397	1,09	0,278
B1 $Setor_{i,t}$	-0,000009	-0,09	0,984
β_2 Concentração Acionária $_{i,t}$	0,156033	1,47	0,141
β_3 Dívida/PL $_{i,t}$	-0,000062	-0,52	0,605
β_4 Liquidez da ação $_{i,t}$	0,112092	1,35	0,177
B5 $LogAtivo_i$	-0,009340	-0,41	0,679
R ² ajustado			0,106
Nº Observações			3180
Prob > F			0,363
Hausman			0,011**
Normalidade de Resíduos			0,000*
Shapiro-Wilk			

Nota: onde: *, ** Estatisticamente significantes ao nível de 1% e 5% respectivamente;
Fonte: Elaborada pelos autores.

$Payout_{i,t}$ = Proxy para pagamentos de dividendos, da firma i no período t, em razão do Lucro Líquido da firma;

$Setor_{i,t}$ = Indica o setor no qual a empresa i no período t se enquadra;

Concentração Acionária $_{i,t}$ = Indica a participação percentual do primeiro maior acionista da empresa i no período t;

Dívida $_{i,t}$ /PL $_{i,t-1}$ = Passivo circulante + Passivo não circulante da firma i no período t, em razão do Patrimônio Líquido da empresa i no período anterior;

Liquidez da ação $_{i,t}$ = Liquidez da ação da empresa i no período t; e

LogAtivo $_{i,t}$ = Controle por Tamanho, medido pelo logaritmo do total de ativo da firma i no período t.

Foram gerados os resíduos da Equação de regressão e verificou-se a não normalidade de resíduos, por meio do teste de normalidade Shapiro-Wilk, por isso fez-se uso da correção *robust* disponível no *software* utilizado para teste.

A análise de regressão em painel, apresentada na Tabela 1, apresenta indícios de que o modelo proposto não é válido ($\text{Prob} > F = 0,363$), ou seja, maior do que 5%. Ao analisar a amostra de 3.180 observações das empresas que pagaram dividendos, nenhuma das variáveis, incluídas no modelo (setor, concentração acionária, endividamento, liquidez da ação e tamanho), tem poder explicativo em relação ao pagamento de dividendos. Assim, pode-se concluir que concentração acionária não apresenta relação com o pagamento de dividendos, ou seja, a relação dessas variáveis pesquisadas na busca de explicação para o pagamento de dividendos para o mercado brasileiro é nula (Tabela 1).

4.2 Payout acima de 25% e Ações Possuídas pelo Acionista Majoritário

Num segundo momento foram analisados os dados das empresas que pagaram dividendos superiores a 25% no período de 1996 a 2008 representadas por uma amostra de 1.282 observações.

Apresenta-se no Apêndice 2 a estatística descritiva da concentração acionária das empresas que pagaram dividendos superiores a 25%. Observou-se no Apêndice 2, por um lado que o setor de petróleo e gás pode ser destacado como o setor com menor concentração acionária média 30% e mediana 25%, por outro lado o setor de maior concentração acionária média (64%) e mediana (76%) foi o setor de eletroeletrônicos.

No Apêndice 3 apresenta-se a Matriz de correlação das variáveis: *payout*, \log Ativo, liquidez da ação, dívida/PL, concentração acionária e setor, ao analisar-se as empresas que pagaram dividendos superiores a 25%.

Neste caso utilizou-se a regressão em painel com efeito aleatório, uma vez que o valor obtido pelo teste de Hausman (0,995) foi superior a 0,05 (Tabela 2).

Na Tabela 2, pode-se observar ($\text{Prob} > F = 0,011$), e este é um indicativo de que no modelo de regressão proposto para as 1.282 observações

com empresas brasileiras que pagaram dividendos superiores a 25% existe pelo menos uma variável com poder estatisticamente significativo.

Ao observar o (Valor $p = 0,002$) relativo à variável concentração acionária, ou seja, valor p inferior a um por cento, pode-se afirmar que a concentração acionária tem poder explicativo estatisticamente válido no que se refere ao pagamento de dividendos. Ao analisar o sinal e o coeficiente da variável concentração acionária (0,507542) pode-se afirmar que a concentração acionária tem relação positiva com o pagamento de dividendos.

Ao dar continuidade à análise do valor p das outras variáveis pode-se observar indícios de que as variáveis de controle não apresentam-se estatisticamente significantes, ao nível de 5%, mas cumprem o seu papel no sentido de reduzir o erro estocástico da Equação de regressão.

Tabela 2 – Estatística de Regressão em Painel - Efeito aleatório – *Payout* acima de 25%

$$PayOut_{it} = \alpha + \beta_1 Setor + \beta_2 \text{Concentração Acionária}_{it} + \beta_3 \text{Dívida/PL}_{it} + \beta_4 \text{Liquidez da ação}_{it} + \beta_5 \text{LogAtivo}_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Coefficientes	Estatística - t	P-value
α	0,392312	1,45	0,147
β_1 Setor _{<i>i,t</i>}	-0,000288	-0,05	0,964
B_2 Concentração Acionária _{<i>i,t</i>}	0,507542	3,09	0,002
B_3 Dívida/PL _{<i>i,t</i>}	0,000092	0,12	0,904
β_4 Liquidez da ação _{<i>i,t</i>}	0,1078560	1,41	0,159
β_5 LogAtivo _{<i>i</i>}	0,003972	0,24	0,814
R ² ajustado			0,009
Nº Observações			1282
Prob > F			0,011
Hausman			0,995
Normalidade de Resíduos			0,000
Shapiro-Wilk			

Nota: onde: *, ** Estatisticamente significantes ao nível de 1% e 5%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

$Payout_{i,t}$ = Proxy para pagamentos de dividendos, da firma i no período t , em razão do Lucro Líquido da firma;

Setor_{*i,t*} = Indica o setor no qual a empresa i no período t se enquadra;

Concentração Acionária $_{i,t}$ = Indica a participação percentual do primeiro maior acionista da empresa i no período t ;

Dívida $_{i,t}$ /PL $_{i,t-1}$ = Passivo circulante + Passivo não circulante da firma i no período t , em razão do Patrimônio Líquido da empresa i no período anterior;

Liquidez da ação $_{i,t}$ = Liquidez da ação da empresa i no período t ; e

Logativo $_{i,t}$ = Controle por Tamanho, medido pelo logaritmo do total de ativo da firma i no período t .

Foram gerados os resíduos da Equação de regressão e verificou-se não normalidade de resíduos, por meio do teste de normalidade Shapiro-Wilk, por isso utilizou-se a correção *robust* disponível no *software*.

A relação positiva entre a concentração acionária das empresas, que pagam dividendos acima de 25%, contraria os resultados encontrados por Loss (2004, p. 40), de que o conflito de agência, “aliado à escassez de recursos de longo prazo, pode influenciar em um máximo de retenção de recursos próprios”. Ao contrário dos achados de Loss (2004), neste estudo observou-se que quanto maior a concentração acionária da empresa, mais alta é a taxa de dividendos pagos.

A relação positiva do pagamento de dividendos na amostra que paga dividendos superior a 25%, com a concentração acionária, pode ser um indício de que as empresas com maior concentração acionária podem remunerar os acionistas com dividendos mais altos, como forma de manter a atratividade “teoria do pássaro na mão”, conforme estudos de Gordon (1963), Linter (1962) e Gitman (2004).

Os resultados encontrados neste estudo, sobre a relação positiva entre a concentração acionária e o pagamento de dividendos, corroboram com os achados de Carvalho da Silva (2002), de que a administração procede dessa forma para atender ao principal direito do acionista minoritário, ou seja, o direito de receber dividendos, uma vez que os minoritários não controlam as empresas brasileiras.

Procianny (1994b) diz que a existência de um grupo controlador nas companhias brasileiras de capital aberto faz com que a relação entre con-

trole e gestão na organização empresarial exista, uma vez que o grupo controlador geralmente indica os gestores, administração, conselho de administração, ou seja, os agentes que tomarão as decisões na empresa. Os resultados encontrados nesta pesquisa, sobre a relação positiva entre a concentração acionária e o pagamento de dividendos, são alinhados aos achados de Procianny (1994b).

Observou-se neste estudo, conforme Apêndice 1 e Apêndice 2, que mais de 40% das ações em média estão nas mãos de apenas 1(um) acionista. Este resultado foi encontrado tanto na amostra que paga dividendos (igual ou inferiores a 25% e superiores a 25%), quanto na amostra somente de empresas que pagam dividendos superiores a 25%.

A relação positiva da concentração acionária e do pagamento de dividendos superiores a 25% pode ser um indício de que os gestores/controladores utilizam-se da oportunidade de tomada de decisão em benefício próprio, uma vez que os acionistas controladores também são beneficiados com o pagamento de dividendos. Assim, os resultados encontrados são alinhados aos achados de Carvalhal da Silva (2002), visto que as empresas possuem propósitos diferenciados. Assim, a decisão sobre a política de dividendos pode ocorrer, de acordo com os interesses de quem está no controle ou ainda quem indicou aquele que está no controle.

Bueno (2000) argumenta que o pagamento de dividendos pode ser um indício de que as empresas têm boa rentabilidade, no entanto os resultados encontrados neste estudo, ou seja, a relação positiva entre a concentração acionária, pode ter indícios de que o pagamento de dividendos pode ser uma estratégia, no intuito de atenuar o problema de agência entre controladores e minoritários, corroborando assim com os achados de Almeida e Santos (2008).

5. Considerações Finais e Sugestões para Novas Pesquisas

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a concentração acionária e o *payout* pago pelas empresas brasileiras que possuíam ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, no período de 1996 a 2008.

Para realização deste estudo foram utilizados testes estatísticos usando a técnica regressão em panel data, na qual foram observados os resultados das regressões incluindo todos os valores de *payout* e ainda fez-se teste com os valores de *payout* superiores a 25%.

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, verificou-se, por um lado, que somente existe relação positiva entre a concentração acionária e o nível de *payout* ao analisar a amostra de empresas brasileiras que pagam dividendos superiores a 25%, ou seja, quanto maior a concentração acionária maior o nível do *payout*. Por outro lado, esses resultados não foram obtidos a partir da análise realizada com todos os valores de *payout*.

Os achados empíricos desta pesquisa levam a não rejeição da hipótese H_0 , de que existe relação entre a concentração acionária e o pagamento de dividendos, ao analisar-se a amostra constituída pelas empresas que pagam dividendos superiores a 25%.

No que se refere às empresas brasileiras, que pagaram dividendos superiores a 25%, verificou-se, na análise, relação positiva entre a concentração acionária e o pagamento de dividendos, mas nenhuma das variáveis de controle se mostrou estatisticamente significativa em relação ao pagamento de dividendos. Esses resultados corroboram com os achados de Procianny (1994b), ou seja, a concentração acionária influencia na gestão organizacional. Para Bueno (2002) os gestores ou conselhos de administração das empresas podem buscar na distribuição de dividendos uma forma de sinalizar a lucratividade de suas empresas. Segundo Almeida e Santos (2008) o pagamento de dividendos pode ser uma estratégia dos controladores, no sentido de atenuar os conflitos de agência.

Um enfoque que pode ser explorado em futuras pesquisas é o de que as empresas com maior concentração acionária podem pagar dividendos, como forma de tirar o foco dos acionistas de fatores como o impacto ambiental/social ou outros fatos relevantes.

Neste estudo fez-se a análise da relação da concentração acionária em poder do primeiro maior acionista no pagamento dos dividendos. Em futuras pesquisas, pode-se analisar a concentração acionária em posse dos três maiores acionistas.

Outra pesquisa que poderia ser desenvolvida em futuras pesquisas

seria estudar a influência nos pagamentos de dividendos quando pelos menos dois ou três maiores acionistas participam da administração ou conselho de administração da empresa, conforme estudo de Carvalho da Silva (2002). Esse enfoque estudaria o conflito de agência dos investidores internos e externos. Sabe-se que os maiores acionistas podem influenciar a administração de suas empresas, mas quando os maiores acionistas são parte da administração, esse efeito pode ser potencializado. Nesse contexto Loss (2004, p. 40) descreve que “este fato, aliado à escassez de recursos, pode influenciar em um máximo de retenção de recursos próprios, podendo ser esta uma retenção em benefício próprio”. Recomenda-se, ainda, que seja verificado o impacto das crises econômicas no pagamento de dividendos, conforme estudo de Pomerleano e Zhanh (1999), Lemmon e Lins (2001) e Mitton (2002).

Referências

- ANTUNES, Gustavo Amorim. *Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade da informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel*. 2007. 56 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2007
- ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- ALMEIDA, Moisés A.; SANTOS, Josete F. O efeito das dimensões de governança corporativa sobre o *payout* das empresas não financeiras brasileiras. In: ANAIS DO XXXII ENANPAD, Rio de Janeiro (RJ). 2008.
- BALTAGI, B. H. *Econometric analysis of panel data*. West Sussex, UK: John Wiley, 2001.
- BRASIL. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, Brasília, 05 de maio 1997. Disponível em: < <http://www.cnb.org.br/CNBV/leis/lei9457-1997.htm>>. Acesso em: 22 set. 2010.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, 17 dez. 1976.

Disponível em: < <https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 20 dez. 2005.

_____. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, 26 dez. 1995. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Leis/Ant2001/lei924995.htm>> Acesso em: 20 dez. 2005.

_____. *Instrução CVM nº 299*, de 9 de fevereiro de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst010.htm>> Acesso em: 15 ago. 2006.

_____. Lei nº 10.303, de 31/10/2001. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 15 ago. 2007.

BRITO, L. A. Ledur; BRITO, E. P. Zamith. Tamanho e desempenho financeiro. In: ANAIS DO XXIX ENANPAD, Brasília (DF). 2005.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, abr./jun. 2005.

BROOKS, Chris. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press: United Kingdom, 2002.

BUENO, A. F. *Análise empírica do dividendo yield das ações brasileiras*. Dissertação. (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração – USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2002.

DALMÁCIO, F. Z. *et al.* Relação entre a teoria da estratégia do posicionamento e parâmetros das demonstrações contábeis: uma aplicação no mercado brasileiro. In: ANAIS DO 5º CONGRESSO USP. 2005, São Paulo (SP). 2005.

FERREIRA, Eric S. *et al.* Fatores relevantes para a emissão de títulos: um estudo empírico na Bovespa no período de 1998 a 2007. In: EnANPAD, XXXIII, 2009. *Anais...* São Paulo: 2009. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 02 out. 2009.

GITMAN, L. J. *Princípios da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, v. 18, n. 2, p. 264-272, maio 1963. Disponível em: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 29 abr. 2005.

GREENE, William H. *Econometric analysis*. Rio de Janeiro: Prentice-Hall. 1997.

_____. *Econometric analysis*. 5. ed. Upper Saddle River, (NJ): Prentice Hall, 2003.

GUPTA, N. Some alternative definitions of size. *The Academy of Management Journal*, v. 23, n. 4, p. 759-766, 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 9 jun. 2006.

HALL, B. H. The relationship between firm size and firm growth in the U.S. manufacturing sector. *The Journal of Industrial Economics*, v. 35, n. 4, p. 583-606, 1987. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

KALECKI, M. On the Gibrat distribution. *Econometrica*, v. 13, n 2, p. 161-170, 1945. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, n.3, p. 1131-1150, Jul. 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 15 abril 2006.

_____. Law and finance. *The Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1.113-1.155, Dec. 1998. Disponível em: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 01 maio 2005.

LA PORTA, R. *et al.* A Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999.

_____. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb. 2000. Disponível: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 01 maio 2005.

LEMMON, M.; LINS, K. *Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis*. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=265108.htm>. Acesso em: 15 abr. 2005.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, v. 44, n. 3, p. 243-269, Aug. 1962. Disponível em: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 03 mar. 2005.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian Case. *Working Paper*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 10 mar. 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu. *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

LOSS, Lenita. *O Inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: um estudo aplicado às companhias brasileiras*. 2004. 142 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista de Contabilidade e Finanças, USP* – São Paulo. Edição comemorativa, p. 39-53, out. 2003.

MARCON, R. *O custo de capital próprio das empresas brasileiras – o caso das ADR's*. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Out. 1961. Disponível em: <<http://www.jstor.com>>. Acesso em: 20 jan. 2005.

MITTON, T. *A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis*. 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246030.htm>. Acesso em: 15 abr. 2005.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.

MYERS, S. C. The capital structure Puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

NÓBREGA, M. et al. *O mercado de capital: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com se defronta no Brasil. Tendência – Consultoria integrada*. Bovespa. São Paulo. Maio. 2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 17 jul. 2005.

POMERLEANO, M; ZHANH, X. Corporate fundamentals and the behavior of capital markets in Asia. In: HARWOOD, A.; LITAN, R. E.; POMERLEANO, M. *Financial markets & development: the crises in emerging markets*. Washington: The Brookings Institution, 1999. p. 117-157.

PORTER, M. E. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

PROCIANOY, J. L. *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. Tese (Doutorado) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994a.

PROCIANOY, J. L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 74-84, jul./ago. 1994b.

SCHROEDER, J. T. *et al.* O custo de capital como taxa mínima de atratividade na avaliação de projetos de investimentos. *Revista de Gestão Industrial*, v. 1, n. 2, p. 36-45, 2005.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA – USP. 2002.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2001, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: SBFIn, 2001. Disponível em: <<http://www.sbfIn.org.br>>. Acesso em: 10 maio 2005.

SUTTON, John. Gibrat's Legacy. *Journal of economic Literature*, v. 35, n. 1, p. 40-59, 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

TITMAN, S; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

Apêndice 3 - Matriz de correlação – dividendos pagos superiores a 25%

Variáveis	<i>Payout</i>	LogAtivo	Liquidez da ação	Dívida/PL	Concentração	CodSetor
<i>Payout</i>	1					
Logativo	0,060	1				
Liquidez da ação	0,062	0,445	1			
Dívida/PL	0,009	-0,013	0,003	1		
Concentração	0,127	0,040	-0,180	0,056	1	
CodSetor	-0,010	-0,020	0,0948	-0,095	-0,085	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

Apêndice 4: Matriz de correlação – dividendos pagos

Variáveis	<i>Payout</i>	LogAtivo	Liquidez da ação	Dívida/PL	Concentração	CodSetor
<i>Payout</i>	1					
Logativo	0,154	1				
Liquidez da ação	0,119	0,3881	1			
Dívida/PL	-0,043	-0,050	-0,030	1		
Concentração	0,024	0,017	-0,161	0,038	1	
CodSetor	0,005	-0,048	0,064	0,027	-0,068	1

Fonte: Elaborada pelos autores.