



## **Um Estudo sobre a Relação Entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na BOVESPA**

**Autora: Aucilene Vasconcelos Hahn**

### **Resumo**

O objetivo deste estudo é analisar a relação entre a concentração acionária e o nível do payout (distribuição de dividendos sobre o lucro líquido). 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 linear simples considerando-se o período compreendido pelo intervalo de 2000 a 2003. A amostra foi estudada contemplando todos os dados das empresas e dividindo-a em duas partes, a primeira incluiu todos os valores positivos do payout e a segunda continha somente os valores do payout acima de 25%. As variáveis independentes foram a porcentagem de ações possuídas pelo primeiro maior acionista das ações preferenciais, ordinárias, todos os tipos e discrepância. A variável dependente foi o payout e foram considerados dados do Balanço não consolidado. Como principal evidência, tem-se que, no caso das empresas brasileiras existe relação entre as variáveis ações preferenciais e todos os tipos e esta relação é positiva. Porém de forma inversa, foi observada uma relação negativa entre payout e discrepância, ou seja, quanto menor o valor desta variável maior será o nível do payout.

### **Introdução**

As empresas brasileiras são marcadas pela grande concentração acionária e controle altamente concentrado. As empresas de capital aberto após apuração do lucro têm que decidir entre distribuir dividendos aos seus acionistas ou reter lucros para futuros investimentos ou reinvestimentos, ou seja, as empresas têm que definir sua política de dividendos.

A política de dividendos 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 estes podem estar interessados em investimentos que não possuam bons retornos. O controlador pode ter forte influência nas decisões das empresas que vão de encontro aos interesses dos acionistas, esta situação é citada por PRACIANOY (1997, 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.

O conflito de interesses é citado por LA PORTA *et al.* (2000, p. 3), mencionam que o conflito de interesses entre gestores e acionistas minoritários é o centro de análise das modernas empresas, pois a distribuição de dividendos ou sua retenção, 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.

O conflito de agência entre controladores e acionistas minoritários é grande, principalmente em países onde a proteção legal é fraca. No Brasil a Lei 6.404/76 que regula as Sociedades Anônimas já sofreu várias alterações devido a diversos fatores políticos econômicos, como nas privatizações de empresas estatais no período de 1997 a 1999, alterações estas que veio a prejudicar os acionistas minoritários. De acordo com a pesquisa feita por LA PORTA *et al.* (2000, p. 2), nos países onde a lei é forte os acionistas minoritários conseguem obter seus direitos de receber dividendos das empresas,

Especificamente, firmas em países common law, onde a proteção dos investidores é tipicamente melhor, fazem altos pagamentos de dividendos do que em firmas em países civil law fazem. [...] Estes 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 pobres. (Tradução livre)

A fraca proteção legal e a forma como as empresas brasileiras relacionam com os acionistas minoritários tem enfraquecido o mercado financeiro. O mercado de capitais brasileiro com o objetivo de melhorar sua credibilidade devido a falta de transparência das empresas e a forma como estas estavam tratando os acionistas minoritários a BOVESPA criou o Novo Mercado, onde só seriam aceitas as empresas que apresentassem uma melhor transparência nos seus relatórios e melhor proteção aos acionistas minoritários. Na BOVESPA as empresas estão classificadas no Nível 1 ou Nível 2, esta classificação depende do grau de comprometimento assumido pela empresa.

Os argumentos teóricos de Gordon e Lintner de 1962 e 1963 respectivamente defendem a relevância da política de dividendos e que estes têm relação direta com o valor de mercado das ações da empresa, estes estudiosos baseiam-se na teoria do “pássaro na mão”, no qual os investidores irão preferir receberem dividendos a se arriscarem em investimentos incertos.

Espera-se que este estudo contribua para o conhecimento sobre as variáveis que possam estar influenciando o payout. Por meio da política de dividendos a empresa decide entre distribuir dividendos ou retê-los para investir em projetos, porém esta política nem sempre está de acordo com os interesses dos acionistas minoritários.

Para alcançar os seus objetivos, este trabalho foi desenvolvido sobre os resultados de uma pesquisa empírica elaborada sobre os dados das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), durante os anos de 2000 a 2003.

### **Problema De Pesquisa**

Diante do exposto, as empresas, por meio de sua diretoria administrativa decidem sobre suas políticas de investimentos e dividendos influenciando assim o nível do payout. No entanto, como cada empresa possui objetivos e metas diferentes, a distribuição de dividendos varia de acordo com os interesses de quem está no comando e também da situação econômica no

mercado. Além disso, devido a 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, estes têm como principal direito o de receber dividendos

Diante deste contexto, surge a questão principal e as questões específicas desta pesquisa.

### **Questão geral (QG)**

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?

### **Questões específicas (QE)**

**QE1:** Quanto maior a concentração acionária das ações ordinárias, ou seja, capital votante, do acionista majoritário menor é o nível do payout?

**QE2:** Quanto maior a concentração acionária das ações preferenciais do acionista majoritário maior é o nível do payout?

**QE3:** Quanto maior a concentração acionária de todos os tipos de ações, ou seja, capital total, do acionista majoritário maior é o nível do payout?

**QE4:** Quanto maior a discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das usas ações totais) menor é o nível do payout?

### **Objetivos**

#### **Objetivo Geral (OG)**

Em linhas gerais, o estudo propõe-se a averiguar se a política de dividendos tem sido influenciada pela existência da concentração acionária presente nas empresas brasileiras.

#### **Objetivos Específicos (OE)**

**OE1:** Identificar se quanto maior a concentração acionária das ações ordinárias, ou seja, capital votante, do acionista majoritário menor é o nível do payout.

**OE2:** Verificar se quanto maior a concentração acionária das ações preferenciais do acionista majoritário maior é o nível do payout.

**OE3:** Verificar se quanto maior a concentração acionária de todos os tipos de ações, ou seja, capital total, do acionista majoritário maior é o nível do payout.

**OE4:** Identificar se quanto maior a discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das usas ações totais) menor é o nível do payout.

### **Hipótese**

#### **Hipótese Geral (HG)**

A hipótese elaborada procura identificar a relação entre a concentração acionária e o nível de payout pago aos acionistas pelas empresas que possuem ações negociadas na BOVESPA no período de 2000 a 2003. Os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de dividendos das empresas brasileiras foi analisado por Carvalho da Silva (2004), e observou-se 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 correlacionado com a concentração acionária. Conforme evidência dos trabalhos citados a proteção legal aos acionistas minoritários no Brasil é fraca, pois houve diversas mudanças na lei devido as influências políticas econômicas que não estavam de acordo com os interesses dos acionistas externos. A concentração acionária também é uma característica marcante nas empresas brasileiras, esta situação provoca grandes conflitos de agência entre controladores e investidores externos, uma vez que os interesses são divergentes. Desta forma, pode-se colocar que a concentração acionária existente nas empresas brasileiras de capital aberto influência o nível de payout.

### **Hipóteses Secundárias (HS)**

**HS1:** Quanto maior a concentração acionária das ações ordinárias, ou seja, capital votante, do acionista majoritário menor é o nível do payout.

**HS2:** Quanto maior a concentração acionária das ações preferenciais do acionista majoritário maior é o nível do payout.

**HS3:** Quanto maior a concentração acionária de todos os tipos de ações, ou seja, capital total, do acionista majoritário maior é o nível do payout.

**HS4:** Quanto maior a discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das usas ações totais) menor é o nível do payout.

### **Referencial Teórico**

#### **Concentração Acionária - Características das Empresas Brasileiras**

Embora a Revolução Industrial tenha acontecido no século XIX na Inglaterra, no Brasil o desenvolvimento industrial só ganhou forças muito tempo depois, principalmente com a vinda de imigrantes europeus. Criaram-se várias empresas familiares, este tipo de empresa tem presença marcante no mercado brasileiro, empresas no qual o controle acionário e a administração da empresa estão em poder do proprietário. PROCIANOY (1994, 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, quanto 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. Neste contexto LOSS (2004, p. 40), descreve 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.”

Outra característica das empresas brasileiras é a existência de grupos econômicos que possuem grande concentração acionária e também da presença do estado no controle de algumas empresas. LA PORTA, *et al.* (1999), pesquisou a estrutura de controle das empresas em 27 países

e encontraram que em países com pobre 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 onde o controle acionário é familiar, os mesmos têm o poder de expropriar o acionista minoritário. 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 com uma baixa concentração de propriedade, indicando que concentração é uma resposta para fraca proteção ao investidor.

### **Política de Dividendos**

A política de dividendos é uma das grandes decisões que as empresas precisam tomar, todos os anos as companhias têm que decidir qual o percentual do lucro que será distribuído sob forma de dividendos aos acionistas. De acordo com ASSAF (2003, p. 427), na política de dividendos 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:

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

Pagando dividendos, as empresas podem estar indicando que estão tendo uma boa rentabilidade valorizando assim as ações e aumentando o valor da empresa, neste contexto BUENO, (2000, p. 37) comenta 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 e LINTNER (*apud*) GITMAN, (2004, P. 481-482) estes defendiam a teoria do “pássaro na mão”, ou seja, para os investidores é mais interessante ou seguro receber dividendos do que ganhos de capital no futuro. Outros estudiosos eram favoráveis a teoria da irrelevância na política de dividendos, esta teoria foi defendida por MILLER e MODIGLIANI, para estes o valor da empresa não depende da distribuição de dividendos.

Os investidores externos principalmente os minoritários na sua maioria estão interessados nos rendimentos de suas aplicações nas empresas. As entidades devem estudar e formular uma política que possa atender o financiamento da empresa em novos projetos ou reinvestimentos e procurar atender os objetivos dos acionistas externos. Porém, esta decisão nem sempre está de acordo com os interesses dos envolvidos gerando assim conflito de agência.

### **Ambiente Legal no Brasil - Dividendos - Conflito de Agência**

O ambiente legal é muito importante para a proteção aos acionistas minoritários, proteção esta que seria principalmente contra a expropriação e direito dos acionistas de receberem dividendos. A legislação brasileira que regulamenta as companhias de capital aberto Lei 6.404/76 sofreu várias alterações devido as influências políticas econômicas, uma delas foi a Lei 9.457/97 chamada de Lei Kandir, porém estas mudanças quase sempre não visavam a proteção dos acionistas minoritários, pelo contrário, suprimiu o direito de recesso dos acionistas no caso de cisão, fusão, dissolução da companhia, etc. Posteriormente foram feitas algumas tentativas de

amenizar o prejuízo causado aos acionistas que possuíam ações preferenciais, como a instrução CVM 299.

As mudanças ocorridas na Lei das S.A. acabaram por prejudicar os investidores externos, esta questão é observada por SROUR (2001, p. 4), [...] a legislação brasileira já foi utilizada como instrumento institucional de política econômica em 1997 descaracterizando assim, o seu papel de guardião incondicional dos direitos dos investidores externos da firma.[...] constatou-se que neste 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 com as leis de seus colonizadores. De acordo com as características das leis de cada país, estes estão divididos em common-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 apresentam melhor proteção aos acionistas externos e melhor implementação da lei, enquanto que países civil-law apresentam características opostas, LA PORTA, *et al.* (1998).

A fraca proteção legal aos acionistas só vem a contribuir para o aumento do conflito de agência existente entre os controladores e acionistas minoritários. Os controladores podem estar interessados em reter dividendos para aplicar em projetos que não possuam boa rentabilidade, LA PORTA, *et al.* (2000), pesquisou o conflito de agência em 4.000 firmas de 33 países em torno do mundo e observou que em países onde a lei é forte, os acionistas fazem uso da lei para obterem seus direitos.

A legislação brasileira, com o objetivo de melhorar a proteção aos acionistas estabeleceu um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro das empresas. Foi criada a Lei 10.303/01, que também procurou oferecer uma melhor proteção aos acionistas. Proteger os acionistas externos é muito importante, pois as empresas precisam de capital externo para financiar seus projetos.

Conforme a legislação brasileira as ações das empresas estão divididas em ordinárias e preferenciais, estas diferenciam entre si de acordo com suas vantagens, obrigações e direitos que são oferecidos aos seus titulares. As características de cada tipo de ação são citadas por ASSAF, (2003, p. 97-98), no qual as ações ordinárias,

[...] apresentam como principal característica o direito de voto, podendo assim, essa espécie de acionista influir nas diversas decisões de uma empresa. [...] As ações preferenciais apresentam as seguintes preferências ou vantagens: a) preferência no recebimento de dividendos, devendo isso ocorrer antes dos acionistas ordinários, ficando eles 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. Estes conflitos podem tomar grandes proporções principalmente nos países onde a lei é fraca, ou seja, nos países civil-law e devido a existência de concentração acionária.

Um dos principais remédios para o conflito de agência de acordo com LA PORTA, *et al.*, (2000) é a lei, pois assim os acionistas poderão requerer seus direitos.

### **Governança Corporativa – Concentração Acionária**

O mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, principalmente quando comparado com os mercados nos países desenvolvidos, o mau funcionamento do mercado acionário no Brasil é devido a diversos fatores como: alta concentração acionária, empresas familiares, influência do Estado, diversas alterações nas leis e falta de transparência das empresas para com os acionistas minoritários. Estas falhas no mercado de capitais são abordadas por SROUR, (2001, p. 01),

A falta de transparência das firmas e sua conduta nem sempre correta com os acionistas minoritários vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves conseqüências 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.

O desenvolvimento do mercado de capitais também está relacionado com o sistema legal adotado em cada país. Conforme já abordado anteriormente o Brasil possui fraca proteção legal aos acionistas e a lei já passou por várias alterações o que vem a contribuir para o baixo desenvolvimento do mercado brasileiro. Pesquisas realizadas no Brasil por NOBREGA (2004), identificou as variáveis que tem contribuído como barreiras para o crescimento do mercado acionário brasileiro, como exemplo tem-se: fechamento crescente do capital de empresas; ambiente macroeconômico de incerteza; insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos, o enfraquecimento dos acionistas minoritários.

Os países como o Brasil que apresentam fraca proteção legal aos acionistas e adotam regime legal civil-law tendem a ter o mercado acionário pouco desenvolvido enquanto que os países que possuem forte proteção aos investidores externos e adotam regime de lei tipos common-law possuem o mercado de capitais desenvolvido. Pesquisas feitas por LA PORTA, et al (1997, p. 1149), chegaram aos seguintes resultados, [...] Nossos resultados mostram que países civil-law, e particularmente French civil law, têm fraca proteção aos investidores e mercado de capital pouco desenvolvido, especialmente comparado com países common-law. [...]

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 negociaria as ações de empresas que mostrassem uma melhor clareza nos seus relatórios, boas práticas de governança e que protegessem melhor os acionistas externos. Neste contexto ASSAF, (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.

Como a lei brasileira já foi influenciada por diversas situações políticas econômicas e também a existência de grande concentração acionária nas empresas brasileiras, os acionistas externos sentem-se inseguros quanto ao retorno dos investimentos aplicados no Brasil. Neste contexto a governança corporativa de acordo com SROUR, (2001, p. 4) funciona como mecanismo de ajuda aos acionistas,

Quando investidores externos de uma firma sabem que há grandes chances do retorno de suas aplicações não se materializarem integralmente devido a problemas de captura de benefícios privados por parte dos controladores, as regras de governança corporativa se tornam mecanismos fundamentais de proteção dos interesses dos acionistas minoritários.

Em períodos de crise econômica os acionistas minoritários tornam-se mais vulneráveis as 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 nestes 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, Korea, Malaysia, Filipinas e Tailândia, pode-se observar que [...] Companhias que ofereceram alta qualidade de evidenciação, grande transparência, uma estrutura de propriedade favorável e um foco maior na organização parece ter fornecido maior proteção para seus acionistas minoritários [...].

Uma maior proteção aos investidores contribui para um melhor desenvolvimento do mercado de capitais, pois assim, os investidores terão maior segurança e garantia do retorno nos seus investimentos. Assim sendo, qual deveria ser a relação entre a discrepância entre o poder de voto e propriedade o payout?

### **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 execução desta pesquisa foi utilizada a regressão linear que é uma técnica estatística, foi utilizado o nível de significância de 5% e 1%. Através desta técnica será possível verificar o nível de relação entre as variáveis. Para a análise dos dados, foram classificadas como variáveis independentes o percentual de ações ordinárias (ON), ou seja, capital votante do acionista majoritário, o percentual de ações preferenciais (PN) do primeiro maior acionista, percentual de todos os tipos ações, ou seja, capital total do controlador e a variável discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das ações totais), que foi um método aplicado na pesquisa de SROUR (2001). Como variável dependente 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 foi formada por variáveis presentes no período que compreende 2000 a 2003. Num primeiro momento, foram selecionados os níveis de payout positivo (maior do que zero), formando a amostra utilizada no modelo. Em um segundo momento, foi realizado o mesmo procedimento, formou-se uma nova amostra considerando somente os valores do payout acima de 25%. Pois de acordo com a Lei 6.404/76 que regulamenta as Sociedades Anônimas foi estabelecido um pagamento mínimo de dividendos de 25% sobre o lucro líquido do exercício ajustado, art. 202, quando o estatuto da empresa for omissivo sobre o percentual de dividendos a ser distribuído.

O modelo abaixo foi adotado para analisar a relação entre payout e a concentração acionária:

$$Y_{ij} = \alpha + \beta X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

Onde:

$Y_{ij}$  = variável dependente  $i$  no ano  $j$

$\alpha$  = coeficiente de interseção

$\beta$  = coeficiente de variação e/ou inclinação

$X_{ij}$  = variável independente  $i$  no ano  $j$

$\epsilon_{ij}$  = Termo de erro da regressão

A análise do modelo de regressão tem como objetivo a avaliação das hipóteses do trabalho, ou seja, verificar se as variações nas variáveis independentes estão relacionadas com a variação do nível do payout.

### Seleção da Amostra

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 Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, no período de 2000 a 2003. Os dados constituem-se do percentual de ações ordinárias (ON), o percentual de ações preferenciais (PN), percentual de todos os tipos ações e a variável discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das usas ações totais) e o percentual do payout (exercício não consolidado).

Este trabalho limitou-se neste período devido a melhor disponibilidade das informações e também devido ao crescimento da estabilidade econômica oriunda do Plano Real, facilitando assim a comparação dos resultados.

Foram selecionadas as empresas de todos os setores da economia que possuíam ações e distribuíram dividendos neste período, exceto as empresas do setor de finanças e seguros. Para efeito de análise foi preciso estabelecer alguns critérios de seleção para alcançar o objetivo da pesquisa, para isso foi feito os seguintes ajustes: foram retiradas *outliers* da amostra, 2,5% da base de dados dos limites superiores e inferiores devido à existência de valores extremos, foram excluídos dados dos anos que apresentaram valor do payout negativo e onde não informavam dados. As empresas que não possuíam dados disponíveis para qualquer um dos períodos nas variáveis analisadas também foram eliminadas.

### Resultados Encontrados

#### Payout e Ações Ordinárias

A seguir, apresenta-se a compilação dos resultados dos testes que procuraram responder a questão específica 1 (QE1): Quanto maior a concentração acionária das ações ordinárias, ou seja, capital votante, menor é o nível do payout?

#### Estatística Descritiva da Amostra

As amostras do payout e ações ordinárias foram ordenadas de forma crescente, tendo como base o payout. Foram feitos dois grupos, o primeiro incluindo todos os valores do payout positivos o segundo grupo incluiu somente os valores do payout acima de 25%.

Tabela 1 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout e Ações Ordinárias (ON)

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
Payout 2000-	550,00	51,11	42,22	35,69	353,01	10,89

<b>2003</b>						
<b>Ações ON</b>	550,00	60,05	24,82	58,41	100,00	9,45
<b>2000-2003</b>						

**Tabela 2 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout (Inclusão Dados Somente com Valores maior 25%) e Ações Ordinárias (ON)**

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
<b>Payout 2000-2003</b>	454,00	57,26	44,04	38,98	353,01	25,02
<b>Ações ON 2000-2003</b>	454,00	58,13	24,68	55,16	100,00	9,45

### Análise de Regressão

Verificando os dados da variável dependente e independente, considerando os valores do payout positivos (TABELA 3), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 50,788 + 0,0053X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

**Tabela 3 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout Positivos e Ações Ordinárias**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
<b>Payout X Ações Ordinárias (ON)</b>	2000-2003	50,7803	0,0053	0,00001
		(1,29E-24)	(0,9419)	

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística a nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

De acordo com os resultados obtidos com a aplicação do modelo de regressão, (TABELA 3), as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. Contudo, o modelo não apresentou significância estatística ao nível de 1% e 5% (p=0,9419).

Analisando os dados das variáveis, considerando os valores do payout acima de 25% (TABELA 4), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 50,584 + 0,1148X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

**Tabela 4 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout > 25% e Ações Ordinárias**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
<b>Payout X Ações Ordinárias (ON)</b>	2000-2003	50,5840	0,1148	0,0041
		(7,30E-20)	(0,1710)	

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Os resultados gerados no modelo, no qual para a variável payout foi considerado somente os valores acima de 25%, é possível observar na Tabela 4, que as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. No entanto, o modelo não apresentou significância estatística ao nível de 1% e 5% (p=0,1710).

### Payout e Ações Preferenciais

A seguir, apresenta-se a compilação dos resultados dos testes que buscaram responder a questão específica 2 (QE2): Quanto maior a concentração acionária das ações preferenciais do acionista majoritário maior é o nível do payout?

### Estatística Descritiva da Amostra

As amostras do payout e ações preferenciais foram ordenadas de forma crescente, tendo como base o payout. Foram feitos dois grupos, o primeiro incluindo todos os valores do payout positivos o segundo grupo incluiu somente os valores do payout acima de 25%.

**Tabela 5 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout e Ações Preferenciais (PN)**

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
<b>Payout 2000-2003</b>	653,00	47,46	33,91	34,89	253,61	13,30
<b>Ações PN 2000-2003</b>	653,00	28,45	27,19	19,45	100,00	0,00

**Tabela 6 - – Estatística Descritiva da Amostra - Payout (Inclusão Dados Somente com Valores maiores 25%) e Ações Preferenciais (PN)**

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
<b>Payout 2000-2003</b>	530,00	53,34	35,08	38,62	253,61	25,02
<b>Ações PN 2000-2003</b>	530,00	28,39	27,44	19,59	100,00	0,00

### Análise de Regressão

Verificando os dados da variável dependente e independente, considerando os valores do payout positivos (TABELA 7), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 41,332 + 0,1918X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

**Tabela 7 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout Positivos e Ações Preferenciais**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
<b>Payout X Ações Preferenciais (PN)</b>	2000-2003	42,7393 (5,5E-86)*	0,1660 (0,0006)*	0,0177

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Os resultados gerados através da aplicação do modelo nos dados das empresas (TABELA 7), indicam que a relação entre payout e ações preferenciais é positiva. O modelo apresentou coeficiente de variação  $\beta$  com valor positivo indicando que payout e ações preferenciais apresentaram variações com as mesmas direções. Verificou-se significância estatística ao nível de 1% (p=0,0006).

Analisando os dados da variável dependente e independente, considerando os valores do payout acima de 25% (TABELA 8), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 46,13 + 0,2267X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

**Tabela 8 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout > 25% e Ações Preferenciais**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
<b>Payout X Ações Preferenciais (PN)</b>	2000-2003	47,7222 (1,3E-76)*	0,1977 (0,0004)*	0,0239

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Num segundo momento foram analisados os dados da variável payout acima de 25% e conforme resultados gerados no modelo, é possível observar na Tabela 8, que as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. Verificou-se significância estatística ao nível de 1% ( $p=0,0004$ ).

### Payout e Todos os Tipos De Ações

A seguir, apresenta-se a compilação dos resultados dos testes que buscaram responder a questão específica 3 (QE3): Quanto maior a concentração acionária de todos os tipos de ações, ou seja, capital total, do acionista majoritário maior é o nível do payout?

### Estatística Descritiva da Amostra

Os dados do payout e todos tipos de ações, ou seja capital total, foram ordenadas de forma crescente, tendo como base o payout. Foram feitos dois grupos, o primeiro incluindo todos os valores do payout positivos o segundo grupo incluiu somente os valores do payout acima de 25%.

Tabela 9 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout e Todos os Tipos de Ações

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
Payout 2000-2003	1212,00	49,11	37,48	35,40	300,00	12,29
Ações todos os tipos 2000-2003	1212,00	44,23	24,50	39,25	100,00	3,24

Tabela 10 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout (Inclusão Dados Somente com Valores maior 25%) e Todos os Tipos de Ações

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
Payout 2000-2003	990,00	55,16	38,95	38,84	300,00	25,02
Ações todos os tipos 2000-2003	990,00	43,16	25,01	38,12	100,00	3,24

### Análise de Regressão

Analisando os dados das variáveis, considerando os valores do payout positivos (TABELA 11), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 45,398 + 0,1517X_{ij} + \epsilon_{ij}$$

Tabela 11 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout Positivos

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
Payout X Ações Todos Tipos	2000-2003	42,3982 (1,09E-71)*	0,1517 (0,0005)*	0,0098

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Analisando os resultados obtidos com a aplicação do modelo de regressão linear, pode-se verificar na Tabela 11, que a relação entre as variáveis payout e todos os tipos de ações possuídas pelo acionista majoritário é positiva. O modelo apresentou coeficiente de variação  $\beta$  com valor

positivo indicando as variáveis apresentaram variações com as mesmas direções. Verificou-se significância estatística ao nível de 1% ( $p=0,0005$ ).

Observando os dados das variáveis, foram considerados os valores do payout acima de 25% (TABELA 12), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 45,159 + 0,2318X_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

**Tabela 12 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout > 25% e Ações Todos os Tipos**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
Payout X Ações Todos Tipos	2000-2003	45,1588 (1E-65)*	0,2318 (3E-6)*	0,0221

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Analisando os dados da variável payout acima de 25% e conforme resultados gerados no modelo, é possível observar na Tabela 12, que as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. Verificou-se significância estatística ao nível de 1% ( $p=3E-6$ ).

### Payout e Discrepância

Apresenta-se a seguir a compilação dos resultados dos testes que buscaram responder a questão específica 4 (QE4): Quanto maior a discrepância (proporção das ações ordinárias do acionista majoritário em relação à proporção das usas ações totais) menor é o nível do payout?

### Estatística Descritiva da Amostra

Os dados do payout e da discrepância, foram ordenadas de forma crescente, tendo como base o payout. Foram feitos dois grupos, o primeiro incluindo todos os valores do payout positivos o segundo grupo incluiu somente os valores do payout acima de 25%.

**Tabela 13 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout e Discrepância**

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
Payout 2000-2003	486,00	48,34	35,86	35,04	253,61	8,80
Discrepância 2000-2003	486,00	1,60	0,62	1,35	3,00	0,60

**Tabela 14 – Estatística Descritiva da Amostra - Payout (Inclusão Dados Somente com Valores maior 25%) e Discrepância**

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo
Payout 2000-2003	399,00	54,20	37,01	38,10	253,61	25,02
Discrepância 2000-2003	399,00	1,61	0,63	1,35	3,00	0,60

### Análise de Regressão

Verificando os dados da variável dependente e independente, considerando os valores do payout positivos (TABELA 15), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 56,63 - 5,16X_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

**Tabela 15 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout Positivos**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
Payout X Discrepância	2000 - 2003	56,63 (8E-32)**	-5,16 (0,048)**	0,008

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Os resultados gerados através da aplicação do modelo nos dados das empresas (TABELA 15), indicam que a relação entre payout e a discrepância é negativa. O modelo apresentou coeficiente de variação  $\beta$  com valor negativo indicando que payout e discrepância apresentaram direções opostas. Verificou-se significância estatística ao nível de 5% ( $p=0,048$ ).

Analisando os dados das variáveis, considerando os valores do payout acima de 25% (TABELA 16), verifica-se que a equação da regressão é dada por:

$$Y_{ij} = 65,76 - 7,13X_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

**Tabela 16 - Teste de Regressão Linear Incluindo Valores do Payout > 25% e Discrepância**

Amostra/Modelo	Ano	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
Payout X Discrepância	2000 - 2003	65,76 (2E-32)	-7,13 0,014	0,015

Os símbolos \* e \*\* indicam significância estatística ao nível de 1% e 5%. Os valores-p estão reportados entre parênteses.

Verificando os dados da variável payout acima de 25% e conforme resultados obtidos no modelo, é possível observar na Tabela 16, que as variáveis estão negativamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é negativo. Verificou-se significância estatística ao nível de 5% ( $p=0,014$ ). O comportamento das variáveis podem ser observado no Gráfico 8 no qual foi gerado o diagrama de dispersão.

### Conclusões e Sugestões para Novas Pesquisas

Esta pesquisa teve como objetivo analisar qual 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 2000 a 2003. Para realização do estudo foi feito à utilização de testes estatísticos usando a técnica regressão linear. Foram observados os resultados das regressões incluindo valores positivos de payout e também somente considerando os valores acima de 25%.

Verificou-se que, entre a concentração de ações ordinárias analisadas não há evidências para responder a questão **QE1** listada abaixo, pois os resultados obtidos não foram estatisticamente significantes: Quanto maior a concentração acionária das ações ordinárias, ou seja, capital votante, do acionista majoritário menor é o nível do payout?

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, verificou-se que existe relação positiva entre a concentração acionária das variáveis ações preferenciais, capital total e o nível de payout nas empresas brasileiras que possuíam ações negociadas na BOVESPA durante o período analisado, ou seja, quanto maior a concentração acionária nestes tipos de variáveis maior será o nível do payout. Estes resultados foram obtidos com a análise realizada com todos os valores positivos do payout e também considerando somente os dados acima de 25%. Levando assim, a

aceitar as hipóteses secundárias **HS2** e **HS3** e a responder as questões complementares **QE2** e **QE3**.

Pelas evidências coletadas nas amostras payout e discrepância, foi possível constatar que a relação entre estas variáveis é negativa, ou seja, quanto menor a concentração de poder de voto do acionista majoritário em relação ao capital total, maior será o payout. Neste resultado obtido, foram utilizados os dados do payout com todos os valores positivos e também considerando somente os valores acima de 25%. Pôde-se assim, responder a questão complementar **QE4** e também aceitar a hipótese secundária **HS4**.

As evidências encontradas neste estudo corroboram com a pesquisa realizada por CARVALHAL DA SILVA (2004), no qual uma das hipóteses analisadas foi a influência da concentração de controle no nível do payout no período de 2002. Concluiu-se que empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo payout. Na pesquisa realizada por SROUR (2001) no período de 1997 e 1998 as empresas com maior discrepância entre o poder de voto e propriedade participaram mais fortemente do grupo que dilui mais os acionistas minoritários.

### Referências

- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- 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: 06 jul. 2004.
- BUENO, A. F. **Análise empírica do dividendo yield das ações brasileiras**. Dissertação. Mestrado em Contabilidade e Controladoria. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP, 2000.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p. 348-361, out./nov./dez./ 2004.
- GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 10. ed. São Paulo, Addison Wesley, 2004.
- LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, Vol. 55, nº1 (Feb., 2000), 1-33
- LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, Vol. 106, nº6 (Dec., 1998), 1113-1155.
- LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, Vol. 52, nº3 (Jul., 1997), 1131-1150.
- LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Vol. 54, nº2 (Apr., 1999), 471-517.
- LEMMON, M. e LINS, K. (2001). **Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis**. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=265108.htm](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=265108.htm)>. Acesso em: 15 de abr. 2005.
- LOSS, L. **O inter-relacionamento entre política de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras**. Dissertação – Mestrado Profissionalizante em Contabilidade (concentração: finanças). FUCAPE – Fundação capixaba de pesquisa em contabilidade, economia e finanças. 2004.

MITTON, T. (2002). **A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis.** Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=246030.htm](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246030.htm)>. Acesso em: 15 de abr. 2005.

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) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP, 1994.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras.** 2º Encontro Brasileiro de Finanças - SBFIN, 2001.