

# UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E O NÍVEL DE *PAYOUT* DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NEGOCIADAS NA BOVESPA

**Aucilene Vasconcelos Hahn**

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS  
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

**Silvania Neris Nossa**

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS  
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

**Simone Luiza Fiório**

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS  
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

**Aridelmo José Campanharo Teixeira**

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS  
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

## 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). Trata-se esta pesquisa 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 2006. 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%. A porcentagem de ações possuídas pelo maior acionista foi utilizada como variável independente e para a variável dependente foi o *payout*. Foram considerados os dados do Balanço não consolidado. Como principal evidência, tem-se que, no caso das empresas brasileiras, existe relação entre a concentração acionária e o *payout* e esta relação é positiva, ou seja, quanto maior a concentração acionária maior o nível do *payout*. Diante do exposto, não se pode rejeitar a hipótese nula.

Palavras-chaves: concentração acionária, *payout*, conflito de *agency*.

## 1. 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 PROCIANOY (1994, 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), que destacam 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 fatores políticos, econômicos, dos quais pode-se destacar as privatizações de empresas estatais ocorridas no período de 1997 a 1999. 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,

...em países *common-law*, 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-se 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 Bolsa de Valores de São Paulo (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, dependendo do grau de comprometimento assumido pela empresa.

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

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 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, estes têm como principal direito o de receberem os dividendos.

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?

O objetivo desta pesquisa é averiguar se a política de dividendos tem sido influenciada pela existência da concentração acionária presente nas empresas brasileiras. Para alcançar tal objetivo, 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 2006.

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 (2004), 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 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 às influências políticas econômicas que não estavam de acordo com os interesses dos acionistas externos.

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

H<sub>0</sub>: há relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* pago aos acionistas.

H<sub>1</sub>: não há relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* pago aos acionistas.

A concentração acionária também é uma característica marcante nas empresas brasileiras. Esta situação provoca 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 influencia o nível de *payout*.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 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. As empresas familiares têm presença marcante no mercado brasileiro, nas quais o controle acionário e a administração da empresa estão em poder do proprietário. Procianny (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, 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. 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 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.

## 2.2 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:

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

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) 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. Outros estudiosos eram favoráveis à teoria da irrelevância na política de dividendos, defendida por Miller e Modigliani (1961). Para estes autores o valor da empresa não depende da distribuição de dividendos.

Os investidores externos, principalmente os minoritários em sua maioria, estão interessados nos rendimentos de suas aplicações nas empresas. As entidades devem estudar e formular uma política capaz de atender o financiamento da empresa em novos projetos (reinvestimentos) e, procurar atender aos objetivos dos acionistas externos. Porém, esta 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 muito importante para a proteção dos acionistas minoritários, principalmente contra a expropriação e pelo direito dos acionistas de receberem dividendos. A legislação brasileira que regulamenta as companhias de capital aberto (Lei 6.404/76) sofreu várias alterações devido às influências políticas e econômicas. Porém, essas mudanças quase sempre não visavam à proteção dos acionistas minoritários, pelo contrário, suprimiram 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 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM - 299.

As mudanças ocorridas na Lei das S.A. acabaram prejudicando os investidores externos, questão 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 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, estão divididos em *common-law* e *civil-law*. Países colonizados por Portugal e Espanha têm como característica o *civil-law* e os colonizados pela Inglaterra têm como característica o *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 contribui 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.

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 (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 das ações ordinárias e preferenciais provocam conflito de interesse entre os titulares dessas ações. Estes conflitos podem tomar grandes proporções principalmente em países onde a legislação é fraca (países *civil-law*) e existe alta concentração acionária. De acordo com La Porta *et al* (2000), um dos melhores remédios para o conflito de agência é a lei, pois assim os acionistas poderão requerer seus direitos.

## **2.4 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 na legislação 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 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.

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 passou por várias alterações, contribuindo negativamente para o desenvolvimento do mercado brasileiro. Pesquisas realizadas no Brasil por Nóbrega (2004), identificaram as variáveis que tem contribuído como barreiras para o crescimento do mercado acionário brasileiro, como por exemplo: fechamento crescente do capital de empresas; ambiente macroeconômico de incerteza; insegurança jurídica; o risco de quebra de contratos.

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 que 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. 1149).

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. 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 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. Neste contexto, a governança corporativa, de acordo com Srouf (2001, p. 4), funciona como um mecanismo de ajuda aos acionistas:

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

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 [...] Companhias que ofereceram alta qualidade de evidênciação, grande transparência, uma estrutura de propriedade favorável e um foco maior na organização forneceu 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.

### 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 como variável explicada foi considerada 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 2006. Num primeiro momento, foram selecionados os níveis de *payout* positivo (maior que zero), e em um segundo momento, utilizando-se do mesmo procedimento, formou-se uma nova amostra considerando somente os valores do *payout* acima de 25%. Uma vez que a Lei 6.404/76, em seu artigo 202, que regulamenta as Sociedades Anônimas, estabelece um pagamento mínimo de dividendos de 25% sobre o lucro líquido do exercício ajustado, quando o estatuto da empresa for omissivo sobre o percentual de dividendos a ser distribuído.

A equação abaixo foi adotada para analisar a relação entre *payout* e a concentração acionária:

$$PayOut_{it} = \alpha_0 + \beta_1 A\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}Maj\tilde{o}r\tilde{i}t\tilde{a}r\tilde{i}o_{it} + \xi_{it}$$

Onde:

$PayOut_{it}$  = *payout*

$\alpha$  = coeficiente de interseção

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

$A\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}Maj\tilde{o}r\tilde{i}t\tilde{a}r\tilde{i}o_{it}$  = percentual de ações possuídas pelo acionista majoritário

$\xi_{it}$  = termo de erro da regressão

Foi utilizada a técnica estatística de regressão em *panel data*. Através desta técnica é possível verificar a existência ou não da relação entre a variável independente e dependente. A análise em *panel data* permite capturar 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 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), que conforme Greene (2003) e Wooldridge (2006) se propõe a testar se os coeficientes do painel com efeitos fixos e com efeitos aleatórios são sistematicamente diferentes.

Os resultados encontrados estão construídos a partir da análise de regressão em painel com efeito aleatório e a ferramenta *robust*. A ferramenta *robust*, conforme Greene (1997, p. 635), pode corrigir possíveis problemas estatísticos, devido à existência de heterocedasticidade.

### 3.1 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 BOVESPA, no período de 1996 a 2006. Os dados constituem-se do percentual de ações possuídas pelo primeiro maior acionista e o percentual do *payout* (exercício não consolidado).

Este trabalho foi realizado com dados após o ano de 1996, pois foi a partir deste ano que entrou em vigor a alteração do Artigo 10 da Lei nº. 9.246/95 (Lei do Imposto de Renda), onde constam que não estão sujeitos à incidência do imposto de renda, pessoa física ou jurídica, os lucros ou dividendos calculados pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado (BRASIL, 2005).

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, seguros e fundos.

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 excluídas as empresas 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.

## 4. RESULTADOS ENCONTRADOS

### 4.1 *Payout* Positivo e Ações Possuídas pelo Acionista Majoritário

A seguir, apresenta-se a compilação dos resultados dos testes que procuraram responder se há relação entre concentração acionária e o nível de *payout* positivo.

As amostras do *payout* e o percentual de ações foram ordenados de forma crescente, tendo como base o *payout*.

Na Tabela 1 podem-se observar, por meio do teste de Hausman, indícios de que 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 efeitos aleatório.

**Tabela 1: Resultado da análise de regressão em painel**

$\alpha_0$	$B_1$	F	Hausman
45.84675	.1712501	0.0147	0.7196
(14.02)*	(2.36)*		

Nota: \*,\*\*,\*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10% respectivamente (estatística  $t$  entre parênteses)

De acordo com os resultados obtidos com a aplicação da equação de regressão, (Tabela 1), observa-se que as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. E a equação apresentou significância estatística ao nível de 5% ( $p = 0,0147$ ). Isto significa que quanto maior a concentração acionária, maior o *payout*.

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

Num segundo momento foram analisados os dados da variável *payout* acima de 25% e conforme resultados gerados, é possível observar na Tabela 2, que as variáveis estão positivamente relacionadas, pois o coeficiente  $\beta$  é positivo. Verificou-se significância estatística ao nível de 5% ( $p = 0,0147$ ).

**Tabela 2: Resultado da análise de regressão em painel**

$\alpha_0$	$B_1$	F	Hausman
51.07657	.2655246	0.0147	0.6950
(11.49)*	(2.44)**		

Nota: \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10% respectivamente (estatística *t* entre parênteses)

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

#### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 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 1996 a 2006. Para realização do estudo foram utilizados testes estatísticos usando a técnica regressão em *panel data*. Foram observados os resultados das regressões incluindo valores positivos de *payout* (maiores que zero) e considerando os valores acima de 25%.

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, verificou-se que existe relação positiva entre a concentração acionária 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 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 a hipótese  $H_0$ .

Pretende-se, em trabalhos futuros, inserir variáveis de controle, objetivando uma melhor robustez às equações formuladas.

#### Referências

- ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BALTAGI, B.H. *Econometric Analysis of Panel Data*. West Sussex, UK: John Wiley, 2001.
- 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.
- BRASIL. Lei 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. In: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/Leis/Ant2001/lei924995.htm>> Acesso em 20 dez 2005.
- BROOKS, Chris. *Introductory Econometrics for Finance*. 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./ 2004.

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, may. 1963. Disponível em: <http://www.fucape/jstor>. Acesso em 29 abr. 2005.

GREENE, William H. *Econometric Analysis*. 5th Ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2003.

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

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, apr. 1999. Disponível: <http://www.fucape.br/jstore>. Acesso em 01 maio 2005.

\_\_\_\_\_. Law and finance. *The Journal of Political Economy*. v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dec. 1998. Disponível: <http://www.fucape.br/jstore>. Acesso em 01 maio 2005.

\_\_\_\_\_. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*. v. 52, n. 3, p. 1131-1150, jul. 1997. Disponível: <http://www.fucape.br/jstore>. Acesso em 01 mai 2005.

LA PORTA, R.; LOPES-de-SINALES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, feb. 2000. Disponível: <http://www.fucape.br/jstore>. Acesso em 01 mai 2005.

LEMMON, M. e LINS, K. Ownershipe 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](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, ago. 1962. Disponível em: <http://www.fucape/jstor>. Acesso em 03 mar 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.

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 Busines*. V. 34, n. 4, p. 411-433, oct. 1961. Disponível em: <http://www.fucape/jstor>. 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246030.htm)>. Acesso em 15 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) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

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

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