UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas
implicações para a política de dividendos**

RICARDO FRANCISCO CANCIO SANTOS

RIBEIRÃO PRETO
2008

Reitora da Universidade de São Paulo
Profa. Dra. Suely Vilela

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior

Chefe do Departamento de Economia
Prof. Dr. Sérgio Kannebley Júnior

RICARDO FRANCISCO CANCIO SANTOS

**Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas
implicações para a política de dividendos**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto

Ribeirão Preto
2008

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

FICHA CATALOGRÁFICA

Santos, Ricardo Francisco Cancio

Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos. Ribeirão Preto, 2008.

118 p. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Economia Aplicada.

Orientador: Bialoskorski Neto, Sigismundo.

1. Mercado de capitais. 2. Perfil do acionista controlador. 3. Política de dividendos.

SANTOS, Ricardo Francisco Cancio. **Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos**. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

ERRATA

Folha	Linha	Onde se lê	Leia-se
7	6	1.4 OBJETIVO ESPECÍFICOS	1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS
8	1	3.4 OS GRANDE ACIONISTAS	3.4 OS GRANDES ACIONISTAS
18	11	Lima (2006)	Lima, Lima e Pimentel (2006)
28	17	contrariando Miller e Modigliani (1961)	Concordando com Miller e Modigliani (1961)
39	1	3. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASILEIRO	3. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
102	13	5%	10%
109	11	contribuição	contribuições

FOLHA DE APROVAÇÃO

Ricardo Francisco Cancio Santos

Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos..

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia Aplicada.

Área de concentração: Economia Aplicada

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Dedico este trabalho a minha família,
que sempre esteve presente.

AGRADECIMENTOS

Foram tantas as pessoas que contribuíram de alguma forma para a realização desta dissertação que, para mim, fica difícil citar o nome de todos. Contudo, existem algumas pessoas que foram realmente imprescindíveis e, por isso, eu não poderia deixar de mencioná-las aqui.

Agradeço, em primeiro lugar, a minha família por me ter apoiado, de todos os modos possíveis, quando decidi partir de Salvador em busca da realização de um sonho. Devo, em grande parte, tudo que sou a eles, pois a base fornecida foi sólida para agüentar as intempéries que tive que enfrentar nessa jornada. Sem eles, nada disso poderia ser possível.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto, não apenas pela ajuda na realização deste trabalho, mas principalmente pelas sábias palavras, sempre que necessário, que muito me auxiliaram, durante a realização desse trabalho.

Não poderia deixar de citar os professores: Iran Siqueira Lima, pela sua eterna cordialidade e conhecimento, Roseli da Silva por sua constante presença e Tabajara Pimenta Júnior pela sua amizade e ensinamentos.

À cidade de Ribeirão Preto pela cordialidade e amizade do seu povo.

Aos amigos e amigas encontrados no caminho, esses foram muito importantes, por terem feito meu percurso, nessa empreitada, menos árduo até a chegada. Em especial, gostaria de agradecer ao Pedro Rodrigues de Oliveira, ou melhor, ao “Pedrão”, pela sua amizade e constante solidariedade.

Aos meus amigos de Salvador que, apesar da distância, sempre continuaram presentes mantendo a chama da amizade acesa para que eu pudesse enxergar melhor à “noite”.

À cidade de Salvador por ter gerado em mim o sentimento de baianidade que foi de fundamental importância para que eu pudesse observar sempre um “nascer do sol” onde muitos veriam uma “noite escura”.

Para finalizar, gostaria de agradecer a minha esposa pelo amor, amizade, ajuda constante e companheirismo que sempre esteve presente. Obrigado por tudo, Daniela, eu te amo!

Poema A Benção, Bahia

*Olorô, Bahia
Nós viemos pedir sua bênção, saravá!
Hepa hê, meu guia
Nós viemos dormir no colinho de lemanjá!
(Vinicius de Moraes)*

RESUMO

SANTOS, Ricardo Francisco Cancio. **Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos**. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro tem experimentado um crescimento da participação do investidor minoritário concomitantemente ao do volume de negociação de ações. Este trabalho propõe-se a avaliar se o perfil dos acionistas controladores de uma empresa pode implicar em um percentual diferente do seu lucro que é distribuído como dividendos para seus acionistas. Para a realização desse trabalho, por meio da utilização da base de dados da Economática®, foram selecionadas as empresas cujas ações apresentaram maior volume de negociação entre os anos de 2001 e 2006. Os resultados obtidos por meio do modelo de mínimos quadrados ordinários mostraram que empresas cujos maiores acionistas faziam parte do conselho de administração distribuíram como dividendos, um percentual maior do lucro para seus acionistas. Entretanto, em contrário, empresas onde o governo foi classificado como acionista controlador, foi distribuído um percentual menor. Os resultados também corroboram a afirmação de que as empresas consideradas como grandes, distribuem mais dividendos do que as pequenas. Além disso, empresas com uma estrutura de propriedade mais concentrada distribuíram um percentual menor do lucro, como dividendos para seus acionistas, do que aquelas com estrutura menos concentrada.

Palavras-Chave: Mercado de Capitais; Perfil do Acionista Controlador; Política de dividendos.

ABSTRACT

SANTOS, Ricardo Francisco Cancio. **Profile of controlling shareholders of Brazilian companies and implications on dividend policies**. 2008. 180 p. Master's Degree Thesis – School of Economics, Business and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

In the last few years, the Brazilian capital market has experienced growth in the participation of the minority investor as well as in the volume of trade of stocks. This study intends to analyze if the profile of the controlling shareholders of a company can imply on a different percentual of profit being distributed as dividends to its shareholders. This work was carried out by selecting companies whose stocks were among the most tradable between the years of 2001 and 2006, by means of the use of the database Economática®. The results obtained by using the Ordinary Least Square Model have demonstrated that companies whose the largest stockholders were part of the management board have distributed as dividends, a larger percentual of their profit to their stockholders. However, on the other side, companies with the government as their largest shareholders have distributed a smaller percentual of it. The results also corroborated the statement that companies considered to be large have distributed more dividends than the small ones. Besides, companies with a more concentrated ownership structured have distributed a smaller percentual of the profit as dividends to their shareholders than those with a less concentrated structure.

Key-words: Profile of Controlling Shareholder; ownership structure; Stock Market

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas selecionadas por volume de negociação.	95
Tabela 2 – Empresas outliers.	98
Tabela 3 – Distribuição dos payout médio ajustados por setor industrial.	99
Tabela 4 – Valores obtidos para o payout médio ajustado 2001-2006.	100
Tabela 5 – Valores obtidos para o payout médio ajustado 2001-2006.	100
Tabela 6 – Valores obtidos para o payout médio ajustado 2001-2006.	101
Tabela 7 – Empresas com acionistas controladores no conselho de administração.	103
Tabela 8 – Empresas com o governo como acionista controlador.	614
Tabela 9 – Teste de normalidade de Shapiro-Wilk.	106
Tabela 10 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia.	107

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Teste de Normalidade dos Resíduos.	105
Figura 2 – Distribuição dos Resíduos.....	106

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Empresas no nível 1 da Bovespa	61
Quadro 2 – Empresas no nível 2 da Bovespa	61
Quadro 3 – Empresas no Novo Mercado da Bovespa	61
Quadro 4 – Definição e descrição das variáveis referentes ao grau de concentração	61
Quadro 5 – Definição e descrição das variáveis referentes ao perfil do acionista controlador.....	
.....	89
Quadro 6 – Definição e descrição das variáveis de controle	91

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	JUSTIFICATIVA	14
1.2	APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE INVESTIGAÇÃO	18
1.3	OBJETIVO	20
1.4	OBJETIVO ESPECÍFICOS	20
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	21
2	TEORIA DO INVESTIMENTO	22
2.1	MODIGLIANI & MILLER VERSUS GORDON	26
2.2	DIVIDENDOS VERSUS RE-INVESTIMENTO	28
2.3	DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	29
2.3.1	Teoria da indiferença	29
2.3.2	Teoria residual.....	31
2.3.3	Distribuição de dividendos é consequencia de falta de projeto.....	32
2.4	TEORIA DE AGÊNCIA	33
2.4.1	Dividendos e a teoria de agência	35
2.4.2	Os conflitos de agência na realidade do mercado brasileiro	39
3	O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	40
3.1	DIREITO CÍVIL VERSUS CONSUETUDINÁRIO	41
3.2	A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO NAS EMPRESAS	43
3.3	O PAPEL DOS GRANDES INVESTIDORES	46

3.4	OS GRANDE ACIONISTAS.....	49
3.5	MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS.....	50
3.6	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	54
3.6.1	Nível 1	61
3.6.2	Nível 2	62
3.6.3	Novo Mercado	63
3.7	FATORES RECENTES QUE INFLUENCIARAM O AUMENTO DO VOLUME DE NEGOCIAÇÃO DA BOVESPA.....	65
4.	TEORIA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS	70
4.1	A HISTÓRIA RECENTE DA REGULAMENTAÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL.....	70
4.2	DIVIDENDOS E LEGISLAÇÃO	71
4.3	TRIBUTAÇÃO, IMPOSTO DE RENDA SOBRE DIVIDENDOS E GANHOS DE CAPITAL	73
4.4	ALGUMAS OBSERVAÇÕES À RESPEITO DOS DIVIDENDOS	74
4.5	POLÍTICAS DE DIVIDENDOS E SUAS IMPLICAÇÕES	75
4.5.1	A hipótese de “um pássaro na mão”	76
4.5.2	A hipótese da sinalização	76
4.5.3	A hipótese do agenciamento	79
4.5.4	A hipótese da preferência tributária e o efeito clientela	82
5	METODOLOGIA E RESULTADOS	86
6	CONSIDERAÇÕES E CONCLUSÃO	107
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	111

1. INTRODUÇÃO

De acordo com Faccio et al. (2001), a maioria das empresas nos Estados Unidos não possui suas ações concentradas em posse de um único proprietário enquanto que, em países da Ásia Oriental, elas são controladas por famílias que freqüentemente escolhem seus executivos mais importantes. Na Europa ocidental essa estrutura de controle familiar também pode ser observada. Isto pode indicar segundo Shleifer e Vishny (1997) que, em ambas as regiões, o problema de agência mais importante é o da expropriação dos acionistas *outsiders* pelos acionistas controladores *insiders* e não o conflito de agência entre os administradores e os acionistas, demasiadamente abordado pela literatura acadêmica.

A forma adequada para se resolver essa situação segundo La Porta et al. (2000), pode ser uma política séria e consistente de proteção aos acionistas minoritários e um ambiente institucional com leis confiáveis, sendo esta a condição *sine qua non* para que os “pequenos” se sintam seguros.

Atualmente, o modo como as empresas se apresentam para os investidores, a chamada governança corporativa, é algo que é cada vez mais levado em consideração pelos investidores quando os mesmos decidem por investir ou não em uma empresa. De acordo com Lethbridge (1997), a governança corporativa pode ser definida como os arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas.

Como exemplo de mecanismos de governança corporativa, pode ser citado o *tag along*. Este mecanismo consiste em garantir que, quando o controle de uma companhia de capital aberto for vendido, os acionistas minoritários possuidores de ações ON (ordinárias) teriam o direito de vender seus papéis aos novos compradores por, no mínimo, 80% do valor pago ao controlador.

Para as ações PN (preferenciais) esse direito não é automaticamente repassado, dependendo assim de regras¹ estabelecidas por cada companhia.

Andrade e Rossetti (2004, p.25) agregam em 6 perspectivas os conceitos de governança corporativa:

- i. Direito: sistema de gestão que visa preservar a maximização dos direitos dos acionistas e assegurar a proteção aos minoritários;
- ii. Relações: procedimentos de relacionamentos entre acionistas, conselhos e diretoria executiva que objetivam maximizar o desempenho da organização;
- iii. Governo: sistema de governo, gestão e controle que disciplina as relações entre as partes interessadas em uma organização;
- iv. Poder: sistematização da estrutura de poder que envolve a definição de estratégia, operações, geração de valor e busca de resultados;
- v. Valores: sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas;
- vi. Normas: conjunto de normas, derivados de estatutos legais e regulamentos, que visam a excelência da gestão e a proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.

A diversidade dos modelos de governança corporativa pode resultar em um conceito bem amplo para o tema, no entanto, Lethbridge (1997) classifica os diferentes modelos em dois grupos importantes: o anglo-saxão onde o foco é o acionista, quanto aos seus interesses e direitos; e o nipo-germânico onde o foco é ampliado, envolvendo-se com múltiplos interesses.

¹ No sítio da Bovespa (www.bovespa.com.br) pode ser consultada uma lista com as companhias que garantem *tag along* diferenciado a seus acionistas.

De acordo com o mesmo autor, a geração de riqueza e o uso eficiente do capital são os principais objetivos do modelo anglo-saxão. A diminuição dos conflitos de agência, objetivando a justa distribuição dos valores gerados dos investimentos realizados, é outro tópico de acentuada importância dentro desse modelo.

Uma característica marcante do padrão de governança corporativa acima citado, é a existência de empresas com estrutura de propriedade diluída entre os acionistas. Esse padrão pode ser amplamente observado nos mercados americanos e ingleses. Além disso, uma forte característica desse modelo é a clara separação entre propriedade e gestão, de forma que o principal conflito de agência tende a ocorrer entre administradores e acionistas (ROSSETTI, 2004).

No modelo nipo-germânico, o objetivo primordial seria o equilíbrio dos interesses das partes envolvidas, os chamados: *stakeholders* (as pessoas físicas ou jurídicas envolvidas com a empresa), em vez da maximização da riqueza dos acionistas. Nesse modelo a gestão coletiva e a presença de grandes investidores (bancos, outras instituições financeiras, famílias) são predominantes. (SILVEIRA, 2002)

No Brasil, historicamente, as empresas têm se caracterizado por possuir uma estrutura de controle concentrada e familiar. Segundo Silveira (2002, p.31), “a alta concentração da propriedade (posse das ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliadas à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país ocorra entre acionistas controladores e minoritários”.

De acordo com Dami et al (2006) existe uma concentração de propriedade no mercado brasileiro e esta, por sua vez, resulta em uma sobreposição entre gestão e propriedade. Objetivando maximizar seus interesses os acionistas majoritários agem com oportunismo expropriando os acionistas minoritários.

De acordo com Carvalhal-da-Silva (2004):

Pesquisas sugerem que a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados do controle, que não são divididos com os minoritários. Sendo assim, maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores estaria associada a maior expropriação dos acionistas minoritários. (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p. 350)

Os estudos de La Porta et al. (1998, 1999), referentes à estrutura de propriedade, balizam a importância da governança corporativa para valorização das ações de empresas inseridas neste contexto e via de regra pode impulsionar a credibilidade do mercado de capitais nacional e sua conseqüente popularização.

Michaelly e Roberts (2006) observam que os mecanismos de governança corporativa que protegem os acionistas das empresas publicamente listadas resultam em políticas de pagamento de dividendos que distribuem uma fração relativamente maior dos lucros em comparação com empresas que se encontram em conjunturas diversas.

Os mesmos autores observam que nas empresas privadas, onde existem mecanismos para mitigar os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, os dividendos distribuídos são sensíveis aos investimentos realizados por essas firmas para a expansão da planta produtiva, enquanto que em empresas de outra espécie esta sensibilidade não é percebida. Este fato revela indícios da existência de um descompasso entre o lucro realizado e a política de distribuição de dividendos efetuada por essas empresas.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a estrutura de controle e propriedade é, junto com a proteção legal, um dos dois determinantes da governança corporativa. Algumas razões para tal são apontadas: (i) a concentração da propriedade por parte dos grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma; (ii) a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários; (iii) a

identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional) são indicativos de suas estratégias e prioridades.

Nos últimos anos, tem sido feito um grande esforço para se criar um ambiente propício para o crescimento do mercado de ações e sua subsequente popularização no Brasil. Em relação ao novo ambiente institucional que se configura, podem ser citadas a nova lei das S.A (Lei 10.303/01) e a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01). Essas leis objetivam garantir maior clareza e segurança com relação aos deveres e direitos dos agentes que se relacionam por meio do mercado de capitais.

Na Bovespa, é notada a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, onde somente empresas que priorizam boas práticas de governança corporativas podem ingressar.

A presente discussão agrega valor a uma série de estudos sobre estruturas de controle e propriedade de companhias brasileiras, tais como: Valadares e Leal (2000); Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002). Entretanto persegue um escopo diferente e inusitado de estudo no Brasil, ao aprofundar suas análises nas implicações que os diferentes tipos de acionistas controladores podem gerar na determinação do percentual de lucro que é distribuído pelas empresas por meio dos dividendos. Diferentemente dos outros estudos mencionados, onde a estrutura de concentração de propriedade acionária é abordada de modo aprofundada, neste trabalho este item será abordado apenas com o intuito de fornecer uma idéia do ambiente em que as empresas brasileiras estão inseridas, sem maiores pretensões acadêmicas de análise.

1.1. JUSTIFICATIVA

O interesse pelo estudo sobre o mercado de ações tem aumentado consideravelmente desde que a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) tem apresentado sucessivos recordes de valorização nos últimos anos. O aumento dos ganhos no mercado de ações e facilidade que se tem, atualmente, para se investir em bolsa pela internet fez com que o mercado de capitais deixasse de ser um assunto estritamente para profissionais e acadêmicos da área.

No Brasil, os pequenos investidores, em sua maioria, não têm tradição de aplicar em Bolsa por fatores culturais e históricos. Entretanto, como pode ser observada, essa realidade vem sendo modificada rapidamente.

O pagamento dos dividendos adotado pela empresa pode ser caracterizado como a interface entre a empresa e o investidor. Por conseguinte, qualquer análise referente ao modo como o pequeno investidor é tratado pela empresa parte da política de dividendos adotada.

Este trabalho pretende contribuir para o debate acadêmico ainda incipiente no país a cerca de como o perfil dos controladores pode influenciar sua política de dividendos. O objetivo desse estudo é analisar se existem indícios no mercado Brasileiro de que o perfil dos três maiores acionistas afeta o indicador *dividend payout*.

A política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas é algo que vêm sendo analisada há algum tempo. Literatura mais recente defende que os efeitos da governança corporativa podem ser medidos por meio da parcela do lucro que é destinada ao pagamento de dividendos.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) defendem que a política de distribuição de dividendos pode abordar problemas de agência entre os acionistas controladores (*insiders*) da corporação e os minoritários (*outsiders*). Como pode ser observado a seguir, inúmeros trabalhos

abordam temas correlatos e que demonstram a relevância do assunto tanto nacional como internacionalmente.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) construíram um índice com o intuito de medir a qualidade das práticas de governança corporativas adotadas por diversas empresas brasileiras. Neste estudo foi encontrada uma estrutura de propriedade altamente concentrada no Brasil com empresas apoiando-se no uso de ações com alto poder de voto e utilização de estruturas de controle indireto. Os mesmos autores encontraram evidências de que a separação entre os direitos de voto e direitos de propriedade destrói valor nas empresas, porém nenhum indício de *entrenchment*².

A concentração da propriedade e controle das empresas não é algo restrito aos mercados emergentes. Em países mais avançados economicamente como França, Itália e Alemanha, dentre outros, pode ser observado que a concentração de propriedade e controle é bem elevada se comparada com empresas nos mercados ingleses e americanos. La Porta et al. (1999) apresentam evidências referentes a 27 países desenvolvidos onde é grande a concentração do controle e da propriedade das empresas nas mãos de famílias e do Estado.

La Porta et al. (1998), utilizando uma amostra de 49 países, mostram que mesmo concentrando-se nas maiores companhias abertas (normalmente caracterizadas por propriedade mais difusa), os três maiores acionistas possuem, em média, 46% da empresa. Neste mesmo estudo, esses autores mostram uma correlação fortemente negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores em determinado país. O que pode ser entendido por este trabalho é que em países cuja lei não protege adequadamente os investidores, eles devem ter participações grandes o suficiente para exercerem o monitoramento dos gerentes da companhia.

² *Entrenchment* ocorre quando o acionista controlador faz valer sua posição para auferir benefícios privados em detrimento do que lhe caberia de forma justa.

Os mesmos autores defendem que leis críveis são fundamentais para garantir o ambiente institucional adequado para o desenvolvimento sustentável do mercado de ações. Portanto, é de suma importância que o ambiente institucional no qual as corporações estão inseridas seja estudado. O Brasil pertence à tradição do direito francês que se encaixaria em uma menor proteção legal aos investidores. Portanto, espera-se alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere ao capital votante.

Siffert Filho (1998) examina as mudanças no controle societário das empresas brasileiras nos anos 90. O autor estuda as 100 maiores empresas não-financeiras, independentemente de o controle ser de caráter privado, nacional, estatal ou estrangeiro. No caso brasileiro, o autor identifica o crescimento significativo da forma de controle compartilhado das corporações, possuindo como acionistas, principalmente, investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros. Não obstante, também, é observado um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras e a redução daquelas cujo controle era familiar.

Siqueira (1998) verifica as causas e conseqüências da concentração da propriedade das empresas brasileiras de capital aberto. Analisando uma amostra com 278 empresas, o autor conclui que a concentração do controle acionário no Brasil sofre influência da regulamentação do mercado, tamanho da firma e estrutura de capital.

Procianoy (1994) analisa a legislação que protege as sociedades anônimas no Brasil, as peculiaridades do mercado de capitais brasileiro, o histórico de crescimento das empresas e os fatores que têm levado seus controladores à busca de uma solução para suas sucessões. Ele identifica a existência de um grupo controlador bem definido na maior parte das empresas brasileiras, ao contrário da maioria das empresas norte-americanas.

Procianoy e Comerlato (1994) concluem que a existência de grupos econômicos formados por mais de uma companhia aberta, cujo controle e gestão são exclusividade de um

pequeno grupo de investidores (controladores), pode gerar conflito de interesse entre os controladores e os acionistas minoritários. Do mesmo modo defendem que existe possibilidade dos controladores realizarem transferências de receitas, despesas ou investimentos entre as empresas controladas, no intuito de maximizar a sua riqueza, gerando perdas para os acionistas minoritários.

Hallqvist (2000) analisa os principais tópicos da governança corporativa no Brasil, abordando o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Valadares e Leal (2000) avaliaram a estrutura de propriedade e controle de companhias de capital aberto no Brasil listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em dezembro de 1996. Eles analisaram as estruturas de controle direto e indireto e encontraram alto grau de concentração de controle nas empresas. A concentração ocorre principalmente com a violação da regra, uma ação - um voto, por meio da utilização de ações sem direito a voto. Os mesmos autores sugerem que a estrutura de controle em forma de pirâmide, embora ampla, parece não ter como objetivo principal a separação de controle e propriedade.

Valadares (1998) afirma que o prêmio de controle no Brasil pode chegar a mais de 150% do valor das ações sem direito a voto em transações de transferência de controle fora da bolsa de valores. Defende também a possibilidade dos acionistas controladores deterem uma parcela relevante de ações sem direito a voto por conta da liquidez que oferecem.

Saito (2000) mostra que o valor das ações preferenciais na bolsa em geral é maior do que o valor das ações ordinárias e que o fator mais importante para explicar tal diferença seria a maior liquidez das ações preferenciais.

Portanto, pode ser observado por meio da compilação de alguns trabalhos escritos na área que o tema, referente à estrutura de concentração na composição acionária de uma empresa e suas implicações, desperta grande interesse na comunidade acadêmica internacional. Contudo,

vale notar a singularidade da presente pesquisa que se pretende desenvolver, analisando as implicações, principalmente do perfil dos três maiores acionistas ao invés de apenas priorizar a estrutura de propriedade sobre a política de dividendos adotada pela empresa.

É escassa, no Brasil, literatura que tenha desenvolvido estudo semelhante, onde é priorizada, com exclusividade, a análise da política de distribuição de dividendos, conjuntamente com o tipo de acionista majoritário da empresa. Este trabalho pode servir como uma fonte útil de informações para investidores que evitam empresas com tendências, segundo a sua estrutura de propriedade e tipo de seus acionistas majoritários, a praticar políticas de distribuição de dividendos concebidas como desiguais pelo mercado.

1.2. APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE INVESTIGAÇÃO

De acordo com Lima (2006), os dois principais sistemas jurídicos que regem as relações entre os agentes são: o direito civil (*civil law*) e consuetudinário (*commom law*). Segundo o autor, é amplamente aceito que sob o primeiro sistema os investidores têm seus direitos menos protegidos do que no sistema de direito de costumes.

O direito civil é o sistema predominante no mundo Latino, como exemplo, pode ser citado o código civil francês. A principal diferença entre os dois sistemas é que sob a *commom law*, regras abstratas são inferidas de casos específicos enquanto sob a *civil law* regras específicas norteiam as decisões que devem ser tomadas nos casos a serem julgados pelos juízes.

A *common law* é o sistema jurídico que é geralmente adotado pelos países que possuem história como territórios ou ex-colônias do Império Britânico. Neste sistema, os juízes têm a autoridade e o dever de decidir o que a lei deve ser quando não existir uma lei clara específica.

Uma vez que se tenha criado uma jurisprudência, outras decisões tendem a ser tomadas baseadas nesta anterior.

La Porta et al. (2000) apresentam evidências de que em países onde o direito civil é aplicado, a estrutura de propriedade das empresas listadas em bolsa tende a ser mais concentrada. Na outra ponta, firmas operando em países como EUA e Inglaterra, sob o regime do direito consuetudinário, pagam dividendos mais altos por razões de menos conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

O Brasil está inserido entre os países que adotam o *civil law*. Destarte, é correto afirmar que suas empresas contam com estruturas de propriedade altamente concentradas em comparação com empresas inglesas ou americanas.

Este estudo, entretanto, abordará a estrutura de propriedade apenas de modo a situar o leitor no presente contexto do mercado de capitais brasileiro. Haja vista que diversos estudos, como poderá ser observado na revisão bibliográfica, já foram elaborados abordando esse tema, e a maioria deles concluiu que mercados onde as empresas contam com um estrutura de propriedade concentrada, existe uma tendência a uma menor distribuição de lucros pelas empresas listadas em tais mercados se comparadas com empresas listadas em mercados onde a estrutura de concentração de propriedade seja mais dispersa. Algumas hipóteses são propostas para auxiliar no desenvolvimento dessas pesquisas:

- i. A concentração dos direitos de voto pelo acionista controlador com mais de 50% do controle demonstra estar associada com níveis mais baixos de dividendos como proporção dos lucros;
- ii. As decisões em relação à política de dividendos adotada pela empresa são influenciadas pelos diferentes tipos de acionistas controladores;

- iii. Empresas com membros da mesma família que fazem parte do conselho de administração da Companhia distribuem menos dividendos como percentual do lucro líquido.

1.3 OBJETIVO

Este trabalho tem por objetivo analisar se os diferentes perfis dos acionistas controladores das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), podem implicar em diferentes políticas de distribuição de lucro pelas empresas analisadas.

1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Descrição da teoria do investimento, principais vertentes teóricas e a confronto entre a distribuição de dividendos ou o re-investimento do lucro pela empresa em sua atividade produtiva pelas empresas;
- Discussão da teoria da agência, implicações sobre a política de dividendos e os conflitos de agência na realidade do mercado brasileiro;
- Discussão de possíveis problemas de agência que possam existir entre os acionistas majoritários (*insiders*) e os minoritários (*outsiders*);
- Apresentação das principais hipóteses a cerca das diferentes políticas de dividendos adotadas pelas empresas.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho foi estruturado em seis capítulos. O capítulo introdutório apresenta uma breve revisão bibliográfica, a justificativa para a realização desse estudo, o problema de investigação e o objetivo da pesquisa. Além disso, consta a estrutura geral dos demais capítulos.

No capítulo segundo, é abordada a teoria do investimento e apresenta-se uma breve descrição dos seus principais teóricos e vertentes defendidas. A teoria do investimento é detalhada e a importância do investimento para se compreender o comportamento do produto e suas implicações sobre o emprego é analisada pela ótica de diferentes teóricos.

Sequencialmente, no capítulo terceiro, é descrito o mercado de capitais brasileiro. São analisadas as duas principais formas de leis que regem as relações nos diversos mercados de capitais existentes. A *civil law* e a *common law* são confrontadas e mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, no Brasil, são abordados.

No quarto capítulo, é abordada a história recente da regulamentação da distribuição de dividendos no Brasil, impostos e tributação. Além disso, são apresentadas as principais hipóteses a cerca das diversas políticas de dividendos que são adotadas pelas empresas e suas implicações.

No capítulo quinto, é apresentada a metodologia do estudo proposto e são descritas as principais variáveis utilizadas na análise. Além disso, são obtidos e analisados os principais dados e resultados das regressões analisadas.

Por fim, no capítulo sexto, são apresentadas as considerações finais, as conclusões obtidas, as limitações da pesquisa e são feitas sugestões para investigações futuras.

2. TEORIA DO INVESTIMENTO

De acordo com Keynes (1936) e Kalecki (1954), a importância do investimento privado é compreendida quando se analisa o comportamento do produto e suas implicações sobre o emprego. Os mesmos autores defendiam que entender os determinantes do investimento era pré-requisito para compreensão da dinâmica da economia capitalista.

Kalecki (1954) aplicou uma regressão para identificar os determinantes do investimento em capital fixo nos Estados Unidos para o período de 1930 a 1940. Em 1954, este autor defendeu que o volume de financiamento que uma firma pode esperar obter dos investidores depende de seu estoque de capital. Ou seja, a expansão de uma firma depende de sua acumulação de capital a partir dos lucros correntes.

Se Keynes e Kalecki estavam buscando explicar o funcionamento da economia capitalista e demonstraram na teorização o caráter estratégico do investimento para a formação da demanda efetiva, também tentaram apontar seus determinantes. Uma das primeiras formas de investigar os determinantes do investimento antecedeu em muito os autores acima. Clark (1917) buscou mostrar a forte relação entre a taxa de investimento e as alterações no produto, elaborando uma teoria do investimento – acelerador, que carrega o título de ser a mais antiga ainda em uso empírico.

De acordo com Casagrande (2004), a questão que emerge da contribuição seminal de Clark (1917) é que a variável vendas de uma ou de um conjunto de firmas tendia a induzir o investimento produtivo. Dessa forma o crescimento do produto conduzia a expansão do nível de investimentos, levando a uma aceleração desse gasto. A demonstração empírica, no entanto, também ocultava outras influências sobre o gasto de investimento, que não eram identificadas porque os pressupostos teóricos não os previam. Entretanto, isto muda com as obras de Keynes

(1936) e Kalecki (1954) que passam a definir a expectativa de lucros, no caso de Keynes (1936), e os lucros e a capacidade produtiva, no caso de Kalecki, como os principais determinantes do investimento.

De acordo com o mesmo autor, a contribuição de Clark (1917) foi usada pela teoria neoclássica que se opunha tanto a Keynes quanto a Kalecki. Na visão neoclássica a decisão de investimento era feita com base na diferença entre o produto marginal do capital e seu custo de capital. E, utilizando o modelo do acelerador, os teóricos neoclássicos³ conseguiram elaborar uma teoria testável cujos resultados validavam seus pressupostos, ignorando outras contribuições.

O modelo neoclássico, ao postular que a firma ajustava instantaneamente o seu estoque de capital, testou a validade do seu argumento utilizando para isso a “proxy” vendas. O estoque de capital da firma era ajustado diante da expectativa de um volume de vendas maior, desde que a taxa de retorno do investimento fosse, no mínimo, igual ao custo de capital, representado pela taxa de juros⁴. Nos testes econométricos a variável vendas é dominante e estatisticamente relevante para explicar o comportamento do investimento. As firmas escolhem o quanto produzir sob a noção de mercados em concorrência perfeita, vendendo a oferta que criam. As expectativas de vendas das firmas têm, portanto, um importante impacto sobre o gasto de investimento e em termos econométricos, essa variável predomina sobre outras que possam vir a ser incluídas na equação. A idéia é a de que as expectativas de vendas determinam a trajetória do investimento e essa perspectiva é subjacente ao modelo proposto por Clark (1917, apud CHIRINKO, 1993).

³ Referem-se àqueles que mais propagaram as teses neoclássicas com modelos empíricos de investimento como D. Jorgenson, C.D. Siebert, J. Stephenson, J. Hunter, M. Nadiri (1971).

⁴ Os fundamentos da teoria neoclássica foram criticados, como sintetizou Chirinko (1993), principalmente, quanto à noção de concorrência perfeita e da produção previamente definida; a condição de estabilidade das expectativas dos preços relativos, da produção e da taxa de juros. O comportamento previsto para o agente econômico se demonstrava um tanto incompatível com a decisão de investimento, a qual requer um exame minucioso e introspectivo do mesmo em relação ao futuro

Fazzari (1993) sintetizou o significado do uso neoclássico do modelo do acelerador:

“According to the Neoclassical model, firms make employment, investment, and production decisions to maximize their profits (more precisely, the present value of profits over time). The only constraints on firms’ choice arise from market prices (which they cannot affect under typical, perfectly competitive assumptions) and technology (which determines the amount of output the firm can produce from its choice of employment and capital inputs). In this theoretical framework, investment is determined by technology and the full spectrum of prices.” (FAZZARI, 1993, P. 15)

Essa formulação ignorava a importância da condição do financiamento para a decisão do investimento e da condição de liquidez das firmas, que Keynes e Kalecki procuravam integrar. Defender a independência entre as decisões de investimento e financiamento foi possível pela crença que havia no teorema de Modigliani & Miller (1958, 1961)⁵.

Ao lado do teorema, o conceito da firma representativa viabilizou os estudos empíricos. Os teóricos neoclássicos, trabalhando com o conceito de firma representativa, coletavam dados de empresas e, a partir de uma única amostra testavam a hipótese da teoria neoclássica do investimento.

Nas décadas de 50, 60 e 70 foram muitos os estudos que tentaram rejeitar a teoria neoclássica. Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) tiveram finalmente êxito utilizando dados em painel. Porém, esses autores introduziram a possibilidade das firmas não terem um comportamento representativo e buscaram por meio de critérios prévios definir amostras⁶.

Os estudos que empregaram o conceito de assimetria de informações argumentavam que as imperfeições de mercado, sobretudo a assimetria, impediam que os fundos externos fossem substitutos perfeitos aos fundos internos. Assim, as firmas apresentariam diferenças significativas no modo de financiar seus projetos de investimento.

⁵ O teorema demonstrava que os fundos externos eram perfeitos substitutos aos fundos internos

⁶ Os estudos nos anos 90 mostraram com sucesso que o modelo do acelerador não trazia todas as respostas como era reivindicado pelos neoclássicos. Esses estudos tinham alguns problemas, em particular, quanto à adoção de critérios para separar e classificar firmas em grupos com mais ou menos dificuldades para obter fundos externos e isso impedia uma visão convicta sobre os determinantes do investimento.

Em termos econométricos o estudo de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) procurava mostrar que a teoria neoclássica, ao reformar o modelo do acelerador, enfatizava as vendas na explicação do investimento, embora de acordo com Fazzari:

“have been used in empirical investment studies for decades with excellent results. ...strong accelerator effects have clouded the empirical evaluation of the neoclassical model because many versions of the neoclassical approach allow the cost of capital to affect investment only through variables that also include sales output. Therefore, one often cannot determine the separate impact of sales and the cost of capital from this research, and it is difficult to evaluate the independent importance of these channels for policy analysis. (FAZZARI,1993, P. 18)”

Portanto, buscar outras dimensões entre variáveis que afetam o gasto do investimento, não só por meio das vendas, poderia ser uma alternativa para compreender com mais profundidade a própria decisão de investir. Se os recursos externos não fossem substitutos perfeitos aos internos, ou seja, se os custos fossem proibitivos, estaria aberta a porta para a refutação da teoria neoclássica que, embora fosse empiricamente um sucesso, baseava-se em pressupostos longe do bom senso.

De acordo com Casagrande (2004), a literatura recente do investimento dedica-se em esmiuçar e obter novas formas para classificar firmas em amostras diferentes segundo um critério estabelecido. Muitos estudos na literatura internacional exploram as relações econométricas quase que exclusivamente para realizar o debate sobre os resultados proporcionados por vários estudos dentro da teoria do investimento. Ao invés de estabelecer critérios, quer de natureza econômica, como em geral predominam na literatura, quer de outra, optou-se por investigar o comportamento de variáveis das amostras a partir de testes estatísticos que, se aplicados à análise econômico-financeira podem resultar num melhor discernimento sobre o comportamento amostral. A busca pela comprovação econométrica seria, portanto apenas um subproduto, uma vez que a definição do modelo encontra-se consolidada na literatura do investimento.

2.1. MODIGLIANI & MILLER VERSUS GORDON

De acordo com Pajuste (2002), uma das principais decisões financeiras de uma empresa refere-se à definição de uma política de distribuição de dividendos. Essa decisão consiste basicamente em fixar o percentual do lucro líquido que deve ser retido, visando ao re-investimento em sua própria atividade, e o que, por complemento, deve ser distribuído sob a forma de dividendos, aos acionistas.

Na tentativa de orientar os administradores financeiros nessa importante decisão, surgiram, na década de 60, duas grandes correntes de pensamento. A primeira baseada no estudo de Modigliani e Miller (1961), sustenta que a fixação de um percentual de distribuição de lucro pré-determinado de uma empresa não afeta a riqueza de seus proprietários, o que torna as opções de reter ou distribuir lucros irrelevantes para o objetivo de maximização do patrimônio dos acionistas. Modigliani e Miller (1961) assumem, entre outras coisas, que os acionistas são indiferentes a receber dividendos imediatamente ou aplicá-los obtendo ganhos de capital, pois tendem a reaplicar os dividendos recebidos em ações de empresas com riscos semelhantes. Utilizando essa premissa, os autores demonstram que, independentemente da política de distribuição de lucros adotada, o valor de mercado da firma não se alterará.

O estudo de Modigliani e Miller utiliza ainda as seguintes hipóteses:

- a) *Mercado Perfeito de Capitais*: não há impostos ou corretagens, e nenhum participante é capaz de afetar o preço de mercado do título com suas compras ou vendas;
- b) *Comportamento Racional*: os investidores sempre preferem mais riqueza e são indiferentes se um dado incremento toma a forma de pagamentos em dinheiro ou um aumento no valor de mercado de suas ações; e

c) *Informação Simétrica*: a política de investimentos da empresa é fixada com antecedência e não é alterada por mudanças no índice de *Payout*.

A segunda corrente de pensamento, na qual destaca-se o trabalho de Gordon (1963), sugere que os acionistas devem se preocupar com a forma pela qual os resultados líquidos de uma empresa são repartidos. O mesmo autor argumenta que os acionistas têm preferência por dividendos correntes. A incerteza associada aos resultados financeiros futuros incita os proprietários a preferirem algum pagamento imediato como compensação ao capital investido. Uma vez que os pagamentos correntes reduzem a incerteza dos investidores, esses descontam os lucros esperados da empresa a uma taxa menor, atribuindo assim um maior valor à companhia. Logo, para essa corrente de pensamento, a política de distribuição de dividendos adotada é relevante para a maximização do valor de mercado da firma.

Como visto, as duas visões clássicas a respeito da influência do percentual de distribuição de lucro líquido no valor de mercado de uma empresa são altamente divergentes.

2.2. DIVIDENDOS VERSUS RE-INVESTIMENTO

De acordo com o teorema de Modigliani e Miller, decisões de investimentos não são afetadas por decisões de retenção ou distribuição de dividendos, uma vez que os investimentos anteriormente efetuados pelas companhias podem ser determinantes para os dividendos correntes visto que a capacidade de pagamento de dividendos decorre do retorno de tais investimentos e o mesmo raciocínio serve para a distribuição de dividendos futuros.

Segundo Loss e Neto (2003), neste sentido, os investidores adequam-se à política de distribuição de lucros adotada pela gestão das companhias, no que se refere ao padrão de consumo. Se não recebem dividendos hoje, esperam que no futuro haja um retorno que justifique

tal retenção (mais dividendos ou ganhos de capital). No entanto, em oposição a Miller e Modigliani, há também os que postulam que:

“... mercados de capitais são suficientemente imperfeitos para que a empresa tenha que considerar financiamento em sua decisão de investimento. Alguns dos proponentes desta outra visão argumentariam que a empresa tem que levantar fundos e alocar estes fundos escassos entre investimento e dividendos”. McCabe, (1979, p. 119).”

Evidências empíricas conclusivas, de acordo com os trabalhos pesquisados, não foram encontradas. Em outras palavras, a questão dividendos *versus* investimentos ainda continua aberta para debates. Como exemplo, podem ser citados os seguintes trabalhos:

Dhrymes e Kurtz (1967), citado por McCabe (1979), definiram como o maior problema das firmas a decisão de angariar fundos, entre lucros, dívidas ou emissão de ações, e a decisão de como gastar estes fundos, entre investimentos e dividendos. Partindo desta pressuposição, tais autores utilizaram um modelo de três equações simultâneas em *cross-sectional*, introduzindo as variáveis: dividendos, investimentos e novas dívidas. Em cada equação, uma das variáveis era a dependente e as outras duas as independentes, sendo que o estudo abrangeu empresas americanas no período de 1951-60. Contrariando Miller e Modigliani, os autores concluíram que há uma significativa interdependência entre decisões de investimentos e dividendos. O trabalho de Dhrymes e Kurz surtiu questionamentos que enriqueceram os estudos acerca do tema, podendo-se citar o trabalho de Higgins (1972) que trouxe à tona a necessidade de se analisar empiricamente o relacionamento entre tais variáveis levando-se em consideração uma defasagem temporal.

Gujarati (2000) argumenta que o papel da defasagem em estudos econométricos decorre do fato de que, em economia, a dependência de uma variável com relação à outra(s) raramente ocorre instantaneamente. Portanto, estes estudos devem considerar que dividendos podem causar investimentos se, por exemplo, a escolha da administração tenha sido efetuar as retenções para

dar subsídios aos gastos posteriores e necessários à ampliação de sua atividade tomando parte de um processo de planejamento empresarial.

2.3. DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

2.3.1 A Teoria da indiferença

A contestação da teoria que afirmava mais valer um dividendo certo hoje que um ganho de capital incerto no futuro, a “teoria do pássaro na mão”, teve em Modigliani e Miller (1961) um de seus principais pilares. Por meio desses autores surgia a corrente que defendia a irrelevância da política de dividendos para a maximização da riqueza dos acionistas.

Ainda de acordo com Modigliani e Miller (1961), uma política de dividendos irrelevante para o acionista significa que para ele seria indiferente o recebimento ou não de dividendos, pois sua riqueza não seria afetada pela decisão sobre qual política a empresa adotaria. Os defensores da irrelevância dos dividendos concluem que, uma vez que estes são irrelevantes para o valor que uma empresa, esta não precisa ter uma política de dividendo.

A irrelevância da distribuição dos dividendos pode ser apoiada em dois argumentos i) a avaliação da empresa se baseia em seus ativos e ii) existe a valorização semelhante dos diferentes ativos

i) A avaliação da empresa é baseada em seus ativos

Modigliani e Miller (1961) argumentam que, considerando um mercado perfeito, o valor da empresa é determinado apenas pelo seu potencial de geração de lucros e risco de seus ativos (investimentos). O destino dos lucros, que podem ser retidos ou distribuídos, não afeta o valor da empresa. Os mesmos autores sugerem que em um mundo perfeito, o administrador não seria

capaz de influenciar o preço da ação apenas elevando ou reduzindo o nível de dividendos pagos aos investidores.

Modigliani e Miller (1961) partem das seguintes premissas para conceituar o mercado perfeito. Contudo, vale mais uma vez ressaltar que essas premissas raramente são verificadas na prática:

- a. Não há impostos ou corretagens.
- b. Nenhum participante do mercado é capaz de afetar o preço de mercado do título por meio de suas transações.
- c. Todos os indivíduos têm as mesmas expectativas em relação a investimentos, lucros e dividendos futuros.
- d. A política de investimento da empresa é pré-estabelecida, não sendo alterada por mudanças de política de dividendos.

ii) A valorização semelhante dos diferentes ativos

Em um mercado perfeito, o retorno esperado de todos os títulos ou investimentos seriam iguais. Isso ocorre porque, em vista da simetria de informações, as taxas de risco seriam iguais. Desta forma, os fluxos de rendimentos futuros seriam todos descontados das mesmas taxas.

A visão de Modigliani e Miller (1961) com relação à irrelevância dos dividendos, serviram como base para a teoria residual, que aborda a tomada das melhores decisões de investimento para maximizar o valor das ações.

2.3.2 Teoria residual

Para Gitman (2003), a Teoria Residual é uma escola de pensamento a qual sugere que o dividendo pago por uma empresa deve ser visto como resíduo. Entende-se por resíduo o montante disponível depois que todas as oportunidades aceitáveis de investimento foram aproveitadas. De acordo com essa abordagem, enquanto a necessidade de capital da empresa exceder os lucros retidos, nenhum dividendo em dinheiro deve ser pago. Se existir excesso de lucro, então o montante residual deve ser distribuído como dividendos. Essa abordagem baseia-se em uma administração segura, deve se certificar que a empresa tenha o dinheiro necessário para competir de modo efetivo. Essa escola sugere que o retorno exigido de investidores não é influenciado pela política de dividendos da empresa – premissa que, por sua vez, implica que a política de dividendos é irrelevante.

2.3.3 Distribuição de dividendos é consequência da falta de projetos

Segundo Sanvicente (1996), “a distribuição de dividendos elevados pode prejudicar a empresa ao engessar a sua administração, impedindo-a de aproveitar oportunidades de investimento que beneficiariam os próprios acionistas”.

Sanvicente (1996) fundamenta sua colocação pelas oportunidades de investimentos a disposição dessas empresas no mercado de capitais e em outros projetos de investimento. Dessa forma, os acionistas, ao manterem seus recursos na empresa, ao invés de retirá-los na forma de dividendos, teriam perspectivas de retorno superior ao de outras aplicações feitas de forma individual.

Portanto, seguindo esse raciocínio, as empresas que distribuem dividendo somente o fariam de forma racional, caso não tivessem novos projetos para investir os seus lucros de forma eficiente.

Alguns gestores podem usar tais argumentos para justificar a retenção de lucros. Entretanto, essa postura retira da mão do pequeno acionista a possibilidade de decidir o que fazer com a parte do lucro que a ele seria destinada. Em outras palavras, essa decisão seria transferida para a assembléia de acionistas, na qual o minoritário nem sempre é adequadamente representado.

2.4. TEORIA DE AGÊNCIA

Procianoy (1994) ilustrou que estudiosos da teoria da firma como Coase (1937) dentre outros, abordaram de forma pioneira a natureza da firma, no que se refere à consideração dos aspectos internos à empresa.

Alchian e Demsetz (1972) estabeleceram que a noção das atividades internas da empresa estaria fundamentada em um conjunto de relações contratuais, não enfatizando a imagem do empreendedor como figura-chave para alocação de recursos dentro da empresa, como fez Coase (1937).

Apesar de algumas diferenças no que diz respeito à forma de alocação de recursos, os estudiosos do direito de propriedade e da natureza da firma concordam no que se refere à função dos contratos: especificar os direitos dos indivíduos participantes de qualquer organização.

Jensen e Meckling (1976) seguem a corrente de raciocínio iniciada por Coase (1937), estendendo a análise para as implicações comportamentais oriundas dos direitos especificados

nos contratos entre proprietários e administradores de uma firma. O estudo dessa idéia originou o modelo da teoria da agencia desenvolvido pelos autores.

Esses autores afirmam que as relações contratuais definem a essência da firma. Além disso, eles declaram que a empresa é uma forma de ficção legalizada que serve como foco para um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos (sendo que alguns indivíduos podem representar organizações), estão em equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais.

Considerando que a empresa é um conjunto de relações, estes autores citam um tipo específico de relação, denominado relação de agência, definindo-a como um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) contratam uma outra pessoa (agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, existindo a delegação da autoridade de decisão para o agente.

Jensen e Mecklin (1976) defende que a relação de agencia evidencia a separação entre a propriedade e o controle de uma empresa. É justamente nessa separação que se origina o problema da agência, cuja existência relaciona-se ao fato de que os indivíduos participantes de uma relação de agência são todos maximizadores das suas próprias utilidades, sendo essas distintas entre si. O principal quer a maximização de sua riqueza, expressa pela valorização das ações da empresa na bolsa de valores. Por outro lado, o agente quer realizar o aumento de sua riqueza, assim, ele buscará o máximo consumo possível às expensas da empresa, tais como viagens de primeira classe, escritório de luxo, motorista para as necessidades próprias e de seus familiares.

Barnea, Haugen e Senbet (1985) apontam o problema de agência de forma similar, considerando que o agente, baseado na premissa de comportamento congruente com seus próprios interesses, não investirá os seus melhores esforços, a menos que o investimento seja consistente com a maximização da sua própria empresa.

Colocando essa análise em termos de expectativas e considerando que as funções “utilidade” das partes envolvidas na relação de agência não são coincidentes, pode-se afirmar que os esforços do agente nem sempre estarão em um ponto ótimo de maximização da utilidade do principal. O conflito de interesses daí resultante é potencial, e decorrente da expectativa de que o agente maximizará, primeiramente, a sua própria utilidade ao invés da do principal.

Mas para que o conflito potencial de interesses se transforme em conflito real, seria necessária a existência de incentivos. Em Jensen e Meckling (1976) esses incentivos são classificados de acordo com a ênfase de cada tipo de relação de agência, que se refere ao capital próprio ou ao investimento.

Barnea, Haugen e Senbet (1985) adotam a mesma classificação e relacionam os problemas de agência da seguinte forma: no que se refere ao capital próprio, os problemas de agência emergem com o consumo excessivo de gratificações por parte dos gestores às custas dos donos do capital, e com a existência de assimetria informacional entre ambos, fazendo com que os primeiros sejam melhor informados que os segundos; e no que se refere ao endividamento, os autores citam o incentivo relativo ao risco, ao investimento e aos problemas de falência. Nestes casos, o agente coloca a sua posição em perigo ao tomar dívidas e decidir investimentos mais duvidosos e, assim, aumentar a possibilidade de falência da empresa.

Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência têm origem no fato de o principal esperar do agente um comportamento que esteja de acordo com os objetivos do primeiro. O agente, ao tentar provar que está agindo de acordo com os interesses do principal, também incorre em custos.

No entanto, existem as mais diversas relações de agência, e para cada relação poderá existir um conflito gerador de um custo. As análises giram em torno de um ponto ótimo, no qual ocorra a diminuição dos custos totais de agência.

Deve-se considerar ainda que existem estudos de formas de controle para a diminuição dos custos de agência, como o de Fama (1980), que considera a utilização do mercado de capitais como fator de controle, e o de Jensen (1986), que aponta para a diminuição do fluxo de caixa livre das empresas e para os *take-overs* como instrumentos com os mesmos objetivos.

2.4.1. Dividendos e a teoria da agência

Segundo Jensen e Meckling, (1976) e Easterbrook (1984), a teoria de agência está fundamentada em conceitos econômicos. A suposição básica é que os indivíduos sempre agem no próprio interesse, na procura do máximo benefício. Nesse contexto, as pessoas escolhem participar de contratos relacionados com a empresa porque dessa forma estarão em melhor situação

Conforme Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), os acionistas/investidores (ou principais) contratam executivos/administradores (ou agentes) para administrar a empresa no interesse dos primeiros. Os acionistas provavelmente estarão melhor tendo alguém que é mais especializado em administrar os negócios e os executivos serão retribuídos pelo trabalho com compensações salariais e não-salariais. Este contrato, normalmente chamado de *relação de agência*, requer que uma parte da autoridade de tomada de decisões seja delegada dos principais aos agentes. Existe, também, uma diferença de preferências pelo risco entre os agentes e acionistas. Os gerentes têm tolerância mais baixa pelo risco e conseqüentemente escolherão alternativas mais conservadoras. Além disso, considerando que é esperado que os gerentes deixem a organização antes do dono que supõe-se permanece indefinidamente no negócio, os gerentes tenderão a focalizar suas ações no curto prazo, o que pode conduzir a um problema de

horizonte. Assim, como o principal pode assegurar-se que o agente está executando o contrato no melhor interesse da organização?

Jensen e Meckling (1976) ressalta que é quase impossível para o principal ou para o agente, sem incorrer em um custo, assegurar que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal. Portanto, os conflitos que surgem da relação de agência geram custos reais, chamados custos de agência.

Os mesmos autores afirmam que a teoria de agência busca explicar a estrutura corporativa de capital como o resultado de tentativas para minimizar os custos associados com a separação de propriedade corporativa e controle. Os custos de agência correspondem ao dinheiro total gasto estruturando e administrando contratos em relação às perdas residuais. Portanto, a meta seria estabelecer um conjunto de contratos capazes de reduzir os custos dos conflitos e simultaneamente aumentar o valor da companhia. O sucesso em definir aquele conjunto de contratos com custos mínimos possivelmente garantirá com o passar do tempo a sobrevivência da organização. Um desses contratos pode incluir a propriedade por parte dos gerentes de uma proporção do capital da empresa.

Jensen e Meckling (1976) enfatizavam que os custos de agência são mais baixos em empresas onde os *insiders* têm maior propriedade, por causa do melhor alinhamento de objetivos entre acionistas e gestores e em empresas com grandes blocos de acionistas, que podem monitorar melhor as atividades administrativas, ou ainda, ter participação direta na gestão da empresa. Nesse contexto, o pagamento de dividendos é reivindicado para reduzir os custos de agência.

Conforme Jensen e Meckling (1976) e Fama e French (2001) os acionistas estão interessados em reduzir os fundos discricionários para alinhar melhor o interesse dos gerentes com o dos acionistas e minimizar o custo de agência ou da separação de propriedade e controle.

Easterbrook (1984) enfatizou a utilidade dos dividendos na redução dos custos de agência, uma vez que o pagamento de dividendos pode forçar as companhias a procurar recursos no mercado, onde o monitoramento de gerentes está disponível a custo mais baixo.

De acordo com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), diversos estudos têm avaliado este assunto e analisado os mecanismos capazes de alinhar melhor o interesse dos gerentes com o dos acionistas. Esses mesmos autores citaram como exemplo o trabalho de Rozeff (1982), que encontrou relações significativas entre a propriedade dos *insiders*, crescimento, rentabilidade e pagamento de dividendos.

O estudo de Short, Zhang e Keasey (2002), revelou uma relação significativa entre a propriedade de investidores institucionais e da administração com o pagamento de dividendos.

Baker e Smith (2006), numa amostra de 306 empresas nos Estados Unidos, indicam que os determinantes mais importantes da política de dividendos são a estabilidade dos lucros, o comportamento passado dos dividendos, o nível corrente de lucros, o lucro esperado e o desejo de manter um nível de *Payout* no longo prazo.

La Porta et al. (2000) analisaram os problemas de agência e as políticas de dividendos em cerca de 4000 corporações em 33 países. O estudo demonstrou que em países com maior proteção aos acionistas minoritários as empresas pagavam maiores dividendos. Não foram consideradas nesse estudo as empresas de países, como o Brasil, onde existem regulamentações de políticas de dividendos obrigatórias. A existência de um nível mínimo legal de distribuição de dividendos reconhece os problemas de garantir igualdade de direitos para os acionistas e limita, parcialmente, a liberdade dos administradores (*insiders*) para decidir sobre a retenção/distribuição dos lucros gerados.

Black (1976), defendeu que os dividendos também estão relacionados com os custos de agência quando se considera o conflito entre acionistas e credores. É provável que os acionistas

tentem expropriar riqueza dos credores pagando-se dividendos diminuindo os recursos para o pagamento da dívida.

Fama e Jensen (1983) expuseram que o potencial conflito entre acionistas e credores pode ser mitigado por meio de *covenants* que definem as prioridades de reivindicação. Estes conflitos podem ser evitados limitando o pagamento de dividendos generosos aos acionistas, incluindo *covenants* nos contratos ou outros instrumentos, inibindo, portanto, a transferência de riqueza de credores a acionistas.

2.4.2. Os conflitos de agência na realidade do mercado brasileiro

Jensen e Meckling (1976) analisaram o conflito de interesses entre o principal e o agente em duas situações básicas: acionista *versus* administrador e acionista *versus* credor.

O conflito de interesses que é alvo do presente estudo refere-se à outra relação de agência: à existente entre os controladores *versus* investidores minoritários.

Segundo Procianoy (1994), considerando o fato de existirem controladores bem definidos nas empresas cujas ações são negociadas nas bolsas de valores brasileiras, e a possibilidade de emissão de até dois terços do capital total de uma empresa na forma de ações preferenciais resultando na possibilidade de controlar um empreendimento com apenas 16,7% do seu capital total, pode-se afirmar que esse cenário propicia a geração de um conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

O mesmo autor defende que 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.

3. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASILEIRO

Procianoy (1994) em sua tese de dissertação analisou que pelo período inflacionário vivido pelo Brasil, na década de 1980 e 90, e por riscos econômicos e políticos resultantes das ocorrências sócio-políticas nacionais, as características do mercado de capitais brasileiro seriam distintas das reportadas na literatura financeira internacional, podendo-se dizer até mesmo que aquelas são anomalias do comportamento reportado na Teoria Financeira.

No cenário atual, o Brasil se encontra em uma situação diferente da vivida na década de 90 quando Procianoy realizou seu trabalho, entretanto, no seu bojo os principais problemas ainda persistem apesar do quadro futuro ser promissor as dívidas de longo prazo na forma de empréstimos ainda são raras. Até o presente momento, a grande fonte de recursos para as empresas continua sendo os empréstimos de longo prazo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, agindo diretamente junto às empresas ou por meio dos agentes financeiros repassadores de seus recursos. Ainda as principais razões para este fato estão na pouca poupança interna, no histórico processo inflacionário que só agora começa e tornar-se assunto do passado. Recentemente, tem se observado que o mercado brasileiro está verificando um alto número de OPAs (Oferta Pública de Ações) caso que pode ilustrar o fato de que o mercado de capitais brasileiro talvez esteja começando a, de fato, fazer o que deve, ou seja, fornecer financiamento de longo prazo para as empresas.

No entanto, vale ressaltar que as debêntures – certificados de dívida emitidos diretamente pelas empresas para se financiarem – embora sejam consideradas como dívidas de longo prazo pela literatura técnica internacional, ainda são caracterizadas como dívidas de curto prazo se comparadas com seus pares internacionais. Contudo, recentemente tem se verificado que o mercado aceita alongar as dívidas das empresas em prazos maiores que no passado.

Vale salientar que apesar do atual cenário ser promissor para o mercado de capitais brasileiro, em um passado não muito distante, a emissão de novas ações pelas empresas no mercado acionário brasileiro foi sempre impactada pelas consequências diretas de uma bolsa de valores com baixa liquidez para a grande maioria das ações e por altos riscos econômicos, resultando historicamente em preços de mercado abaixo dos valores patrimoniais das ações. Contudo, esse cenário está mudando dramaticamente e a emissão de novas ações se tornou muito lucrativo proporcionando uma liquidez para as empresas que em outros tempos não era observado. (BOVESPA, 2007)

3.1 DIREITO CÍVIL VERSUS CONSUETUDINÁRIO

Conforme Hahn (2005), 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 às influências de políticas econômicas, uma delas foi a Lei 9.457/97 chamada Lei Kandir, porém estas mudanças, quase sempre não visavam a proteção dos acionistas minoritários, pelo contrário, suprimiram o direito de recesso dos acionistas no caso de cisão, fusão, dissolução das companhias, dentre outras.

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:

“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 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 dilui mais os acionistas minoritários.” (SROUR, 2004, p. 4)

De acordo com La Porta et al (1998), 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 *commom-law* e *civil-law*. Países colonizados por Portugal e Espanha têm como característica *civil law* e países colonizados pela Inglaterra tem como característica o *commom-law*. Os países que possuem regime baseado em *commom-law* apresentam melhor proteção aos acionistas externos e melhor implementação da lei, enquanto que os países *civil-law* apresentam características opostas.

A fraca proteção legal aos acionistas só vem 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), pesquisaram 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, teoricamente, com o objetivo de melhorar a proteção aos acionistas estabeleceu um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro da empresa. Foi criada a Lei 10.303/01, que também procurou oferecer uma melhor proteção aos acionistas. Proteger 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 diferem 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 da 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 do saldo; b) vantagem no recebimento do dividendo, 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 liquidez 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 à existência de concentração acionaria. La Porta et al (2000) defende que um dos principais remédios para o conflito de agência é a lei forte, pois assim os acionistas poderão requerer seus direitos.

3.2. A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO NAS EMPRESAS

De acordo com Loss e Neto (2003), os mercados de capitais existentes no mundo possuem mecanismos próprios de funcionamento. Geralmente, a forma de funcionamento está atrelada, principalmente, às legislações específicas e ao nível de desenvolvimento econômico e institucional. Estas condições influenciam não apenas na qualidade da informação que flui nestes mercados mas também no acesso aos recursos disponíveis. Diversas restrições poderão estar presentes e há os que afirmam que os mercados são suficientemente imperfeitos para a administração das companhias considerar a política de dividendos em suas decisões (McCABE,

1979). Neste contexto, a premissa do trabalho de Modigliani e Miller não estaria sendo observada na prática.

La Porta et al. (2000) estudaram as influências do sistema legal vigente, em vários países, na política de dividendos e concluíram que o comportamento dos investidores difere conforme a qualidade da proteção recebida. Os investidores que operam em países que lhes oferecem boa proteção legal utilizam-se deste instrumento para obter dividendos das empresas, especialmente quando as oportunidades de investimentos são escassas. Este mecanismo não funciona bem em todo e qualquer mercado porque o conteúdo das disposições legais e a eficácia com que são aplicadas difere de país para país. Os autores afirmaram que nos Estados Unidos e no Reino Unido as possibilidades dos acionistas minoritários serem ludibriados por gerentes e controladores é mais rara, sendo, portanto, classificada como boa a qualidade da proteção dada a estes acionistas. Nos demais países, embora haja um pouco de proteção, esta se apresenta de forma mais fraca, notadamente naqueles que são influenciados pelo direito civil francês.

No trabalho de La Porta et al. (2000) empresas pertencentes a mercados que possuem regulamentos com políticas de dividendos obrigatórias, como, por exemplo, o Brasil, foram eliminadas da amostra. O foco dos autores foi estudar conflitos entre minoritários, controladores e gerentes e, para eles, o fato de as companhias situadas nestes países serem obrigadas a pagar dividendos, já denota uma preocupação em assegurar aos investidores estrangeiros sua participação nos resultados para encorajá-los a adquirir ações. Na verdade, segundo Lopes (2001) esta necessidade já denuncia o fato de que o sistema legal vigente não oferece boa proteção aos acionistas minoritários e limita a total liberdade da administração para decidir o quanto vai reter dos lucros gerados.

Como já abordado anteriormente, no caso brasileiro, a Lei 6.404/76, e posteriormente a Lei 10.303/01, prevêm um mínimo de distribuição de dividendos de 25% do lucro ajustado.

Além da influência da legislação societária, a partir de 1996 a política de distribuição de resultados também passou a ser influenciada pela legislação fiscal. A Lei 9.249/95 introduziu uma outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio, por intermédio dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), limitados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A partir de então, os JSCP passaram a ser tratados como despesa financeira sendo, diferentemente dos dividendos, dedutíveis para fins do cálculo do imposto de renda e contribuição social devida pela empresa.

Bueno (2000) afirmou que as companhias brasileiras vêm se utilizando cada vez mais deste instrumento legal, provavelmente motivadas pela redução da carga tributária.

Além da legislação, seja ela fiscal ou societária, outros fenômenos podem influenciar a política de dividendos, como os apontados por Anderson (1996). Neste estudo, os contratos de financiamento brasileiros, especialmente as debêntures, foram analisadas no período entre 1989 e 1993, quando o ambiente econômico e institucional era extremamente incerto e as debêntures eram usadas como fonte de captação. Segundo o autor, 68% das empresas da amostra que possuíam este tipo de contrato sofriam restrições de dividendos, especialmente quando as liquidações destes contratos estavam em atraso.

Estas restrições, legislações societárias e fiscais são fatores influenciadores das práticas de distribuição de dividendos e não são, por outro lado, uma exclusividade de um único mercado, como o brasileiro. A administração, dependendo do ambiente, não está completamente livre para estabelecer o nível de distribuição de dividendos que desejar. O tipo de financiamento utilizado, portanto, pode não ser irrelevante, para o valor da empresa, como afirmam Modigliani e Miller (1961).

3.3. O PAPEL DOS GRANDES INVESTIDORES

De acordo com Silveira (2004), a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da confiança em um mercado de ações. Se a proteção legal não garante direitos suficientes aos pequenos investidores de forma a induzi-los a aplicar seu dinheiro, parece haver a necessidade da presença de maiores investidores para que os acionistas tenham controle efetivo da corporação.

Bebchuk (1999) ressalta que estruturas de propriedade pulverizadas são insustentáveis quando os investidores podem concentrar o controle sem pagar totalmente por ele, o que geralmente ocorre em países com fraca proteção legal.

La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) afirmam que caso o controle estivesse dispersado entre muitos investidores, os controladores acabariam abrindo mão dos "benefícios privados do controle", que consiste na utilização dos direitos de controle para perseguir objetivos que os beneficiam ao invés de beneficiarem todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade.

Como exemplo, Bebchuk (1999) afirma que, nos países com fraca proteção legal, uma eventual OPA (Oferta Pública de Ações) propondo uma estrutura de propriedade pulverizada não seria uma situação de equilíbrio, uma vez que, algum agente iria concentrar a propriedade posteriormente tendo em vista o aproveitamento para si dos benefícios privados do controle.

O mesmo autor defende que, em países onde os benefícios privados do controle são grandes, as companhias abertas tendem a ter um acionista controlador. Entretanto, em um sistema legal que limite de forma efetiva os benefícios privados do controle poderia produzir estruturas de propriedade mais eficientes.

Segundo La Porta et al. (1999), a concentração da propriedade parece ser um mecanismo importante para assegurar o retorno dos investimentos nos países com menor proteção legal, os empreendedores lançam mão de diversos artifícios para aumentar o capital próprio da empresa mantendo o controle sobre ela, podem ser citados:

- a venda de ações com direito de voto limitado e a posse de ações com direito de voto superior;
- a utilização de estruturas piramidais, na qual uma *holding* controlada pelo empreendedor vende ações de subsidiárias controladas;
- a manutenção de um grupo de empresas com uma estrutura de propriedade cruzada entre elas, tornando difícil para externos a obtenção do controle de uma empresa sem a compra de todas as outras.

La Porta et al. (1999), afirmam que esses mecanismos para manutenção do controle são importantes para os acionistas controladores nos países com fraca proteção legal, já que uma eventual perda involuntária do controle (por meio de uma aquisição hostil ou de conluio de outros acionistas) poderia fazer com que os acionistas controladores se tornassem minoritários, perdendo os benefícios privados do controle.

La Porta et al. (2000) listam vários estudos atuais que identificam uma ligação entre proteção ao investidor, concentração da propriedade e valor da empresa. Gorton e Schmid (2000) mostram que a maior concentração da propriedade por grandes acionistas é associada com maior valor dos ativos das empresas na Alemanha.

Claessens et al. (2002) ressaltam que no Leste Asiático a maior concentração da propriedade por parte dos executivos é associada com maior valor dos ativos da corporação, ao passo que o maior controle dos votos pelos executivos é associada com menor valor dos ativos da corporação. Além disso, La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer (1999) mostram que uma

maior concentração da propriedade por parte dos executivos é associada, fracamente, com maior valor corporativo.

Como pode ser observado, este efeito é sentido em maior escala em países onde uma menor proteção aos acionistas é regra geral. Alguns estudos mostram que empresas em países com fraca proteção legal precisam de controle concentrado.

Bennedsen e Wolfenzon (2000) afirmam que quando a proteção ao investidor é fraca, é melhor para a empresa dissipar o controle entre vários grandes investidores, nenhum dos quais com poder suficiente para controlar as decisões da empresa sem a aceitação dos outros, ao invés de se ter apenas um grande investidor. Desta forma, segundo os autores, a dispersão da propriedade em grandes blocos reduziria a expropriação, resultando em uma política ótima para a maximização do valor.

Segundo Roe (1994), em países com maior proteção aos acionistas, como os Estados Unidos, grandes blocos de controle são relativamente incomuns. Isso ocorre provavelmente devido às restrições legais sobre os bancos, fundos mútuos, companhias de seguros e outras instituições para evitar uma alta concentração da propriedade. Contudo, mesmo nos Estados Unidos a propriedade não é completamente dispersa, sendo a concentração de ações por famílias e indivíduos ricos mais comuns do que se acredita, conforme descrito por La Porta et al. (1999), Demsetz (1983) e Shleifer e Vishny (1986). Além dos EUA, o Reino Unido é outro local caracterizado pela pulverização do controle acionário.

Contudo, no resto do mundo a alta concentração de ações e a predominância do acionista controlador parecem ser a regra, corroborando a hipótese de que a concentração da propriedade em grandes investidores protege os investidores dos executivos em ambientes com fraca proteção legal.

3.4. OS GRANDES ACIONISTAS

Shleifer e Vishny (1986,) afirmam que a forma mais direta de alinhar os direitos de controle dos acionistas com o recebimento do fluxo de caixa é concentrar a posse das ações. Uma concentração em poucos acionistas faz com que os mesmos tenham maior incentivo para coletar informações e monitorar a gerência. Grandes acionistas podem contornar o problema de agência, pois possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para ter seus interesses respeitados.

Shleifer e Vishny (1997) defendem que a concentração de propriedade gera outros custos para os controladores. Os custos mais óbvios são que os grandes acionistas não são diversificados, carregando, portanto, um risco excessivo. Sob este ponto de vista, como o acionista possui grande parte da sua carteira investida na empresa, ele tende a minimizar esse risco por meio de diversificação excessiva da empresa ou excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos.

Os mesmos autores afirmam que outro problema importante é que os grandes investidores representam seus próprios interesses, que não necessariamente coincidem com os interesses dos investidores minoritários da empresa ou com os interesses dos gestores ou empregados.

Fürst e Kang (2000) realizaram um teste interessante no intuito de avaliar se a presença de grandes acionistas promove tanto uma maior criação de riqueza, indicada por um melhor desempenho, quanto a distribuição desta riqueza, indicada pelo preço das ações. A idéia do teste era medir até que ponto o maior incentivo dos grandes acionistas para coleta de informações e monitoramento da gerência, que pode gerar melhor desempenho, superava o efeito adverso dos grandes acionistas, que é o de colocar seus interesses acima dos outros investidores e tomar

decisões sub-ótimas, que poderiam gerar impacto negativo no mercado e conseqüente redução do preço das ações. O resultado desse estudo demonstrou que os grandes acionistas possuíam um impacto positivo no desempenho da empresa, mas um efeito adverso nos preços das ações. Portanto, o resultado corrobora a idéia de que uma concentração excessiva de propriedade leva à expropriação da riqueza dos pequenos acionistas.

Grandes acionistas podem, ainda, tentar receber tratamento preferencial às custas de outros investidores e empregados. A probabilidade de recebimento deste tratamento é especialmente alta caso possuam direitos de controle significativamente maiores do que seus direitos de fluxo de caixa, isto é, poder de tomada de decisão superior ao poder de voto. Isto pode acontecer, por exemplo, caso possuam ações com direitos de votos diferenciados ou caso controlem a empresa por meio de uma estrutura piramidal. Quando o alvo da expropriação são outros acionistas (minoritários), o resultado é o declínio do financiamento externo. Isto ocorre nos países que não protegem de forma satisfatória os direitos dos acionistas minoritários.

Portanto, tendo em vista os autores e estudos acima citados pode ser inferido que, ao mesmo tempo em que uma estrutura de composição acionária com presença de grandes acionistas pode diminuir o conflito de agencia entre os controladores e executivos da empresa, ela pode deixar os potenciais pequenos investidores desprotegidos e indispostos a investirem em ações de tais empresas.

3.5. MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS

Johnson et al (2000) demonstram, a partir de exemplos de firmas da Itália, França e Bélgica, como é possível que a expropriação de benefícios privados pelo controlador seja feita dentro da lei local. Diante destes fatos, fica evidente que o problema de falta de proteção aos

pequenos investidores não é exclusivo de países emergentes, onde há pouca tradição de proteção aos acionistas minoritários.

De acordo com Srour (2005), 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 proteção dos interesses dos acionistas minoritários são fundamentais para gerarem credibilidade no mercado de capitais. Como a expropriação pode se dar de diversos modos, a estrutura legal assume papel determinante para coibir as formas e magnitudes desta. Em circunstâncias onde os direitos dos investidores são extensivos e verificáveis em cortes legais, estes têm mais interesse em financiar a firma.

O mesmo autor defende que dentre os principais direitos abordados para a boa proteção aos acionistas minoritários estão o de receber dividendos em datas pré-determinadas, de participar de assembléias e de novas subscrições, de ter o mesmo direito na venda da companhia do que seus controladores e outros mais.

Coffee (1999) afirma que a percepção de que uma legislação mais forte promoveria claros benefícios à eficiência do mercado levaria a um processo de convergência do direito dos acionistas minoritários entre os países. Assim, países de pouca tradição na proteção dos minoritários buscariam ajustes nas leis que favorecessem a participação destes nos negócios da firma e que impusessem, normativamente, práticas mais rígidas de proteção aos investidores. Denominado como "convergência legal", este processo estaria relacionado com mudanças na legislação e nos mecanismos de cumprimento destas novas regras, tais como reformas judiciais e de regulamentação.

Srour (2005) acredita que apesar desta constatação, países como o Brasil se viram em dificuldades, tanto políticas como institucionais, de promover mudanças na legislação que

protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários da firma. Desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que, por não terem iguais direitos nem idênticas obrigações, passaram a ter interesses distintos.

Vale lembrar que a legislação societária brasileira que teoricamente deveria proteger os acionistas minoritários também 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. Em vista da implementação dos processos de privatização em setores estratégicos, a Lei 9.457 de 1997, conhecida como "Lei Kandir", suprimiu direitos fundamentais dos acionistas da firma. Foram extintos o direito de recesso dos acionistas minoritários nos casos de cisão, fusão e incorporação. Além disso, suprimiu-se a necessidade de oferta pública em caso de alienação de controle. Diante da visão de convergência legal, este enfraquecimento levaria ao aumento dos conflitos entre minoritários e controladores e a subsequente diluição de valor da participação dos minoritários. Finalizado o período mais expressivo das privatizações, em 1999, a CVM estabeleceu a Instrução 299 cujo objetivo foi desfazer algumas das regras prejudiciais da Lei Kandir.

Em decorrência dessas freqüentes alterações e diante da ausência de uma legislação ideal que regulasse a ação da firma em relação aos seus investidores externos, poderia ser interessante, então, que a própria firma procurasse formas próprias ou privadas de comprometimento.

Como uma atitude positiva nesse sentido, a Bovespa lançou a idéia da criação de um Novo Mercado, categoria onde só seriam listados papéis de companhias que se comprometessem a ter melhores regras de proteção aos minoritários e de maior transparência em suas contas. Inspirada na idéia do *Neuer Markt* alemão, o projeto da Bovespa tem como objetivo um maior desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil por meio do que Coffee (1999) também

chamou de "convergência funcional", isto é, a promoção de mudanças nos contratos privados sem a necessidade de uma alteração mais ampla na legislação.

O Novo Mercado não é totalmente inovador nesse sentido. Coffee (1999) idealizou o processo de convergência funcional por meio da possibilidade de firmas sediadas em países de fraco aparato societário se listarem em bolsas de regiões com regras mais rígidas de proteção aos investidores/acionistas. Em particular, firmas estrangeiras podem listar suas ações em bolsas americanas por meio das *American Depositary Receipts* (ADR's).

Coffee (1999) detalhou seis características das normas relativas à proteção do minoritário que são impostas às firmas estrangeiras listadas em bolsas americanas (e para certos níveis de ADR's) e que seriam úteis na melhoria da proteção aos acionistas das firmas. Estas normas são apresentadas abaixo:

- (i) A Seção 13(d) da *S.E.C. Act* requer que qualquer grupo que detenha mais de 5% do capital da empresa lhe reporte imediatamente. Essa regra pode ter um grande impacto sobre estratégias de troca de controle;
- (ii) A Seção 14(d) da *S.E.C. Act* determina que, em qualquer oferta de fechamento de capital, deva-se garantir o mesmo preço para todos os acionistas minoritários, inclusive àqueles que possuem ações da empresa no mercado de origem;
- (iii) As firmas estão sujeitas às regras das bolsas americanas. A NYSE, por exemplo, requer que a firma tenha pelo menos dois conselheiros externos no conselho de administração, auditores independentes e exigências de quorum qualificado para assembléias;
- (iv) A Seção 13 (e) permite a S.E.C. regular o tratamento dado aos minoritários diante de negócios privados do controlador;

(v) Pelo *Foreign Corrupt Practices Act*, a firma deve manter todos os livros de contabilidade e registros de maneira transparente visando evitar corrupção;

(vi) A regra 10b-5 dá ao minoritário o direito de reembolso em transações fraudulentas feitas pelo controlador.

3.6. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Silveira (2005) afirma que apesar das principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas sobre governança corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2001) e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características:

- estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas⁷ para resolução das questões relevantes;
- presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração;

⁷ Acordo de acionistas: Instrumento de organização e composição de interesses nas sociedades anônimas

- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão. A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Segundo Monaco (2000, p. 133), os acionistas controladores possuem, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas.

Leal e Valadares (2002) constataam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% destas ações. 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.

De acordo com os mesmos autores, outro fator relevante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o elevado índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Somente 11% das companhias abertas não lançam mão dessa tática, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Esses mesmos autores argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores. No Brasil, dessa forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos pois apesar da alta concentração das ações ordinárias, a emissão de

grande percentual de ações preferenciais (sem direito a voto) e o uso de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) resultam no fato de que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maior parte do capital social da empresa. Uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa é gerada onde os benefícios de se ter um acionista controlador é diminuindo.

Leal e Valadares (2002) afirmam que como decorrência da grande concentração de poder, os membros do Conselho de Administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. De acordo com esses autores, essa 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 do interesse de todos os integrantes da base acionária. De modo geral, nas empresas familiares os conselheiros não são profissionais, sendo indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, diminuindo a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Nas companhias abertas subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional. Nas empresas estatais, geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas.

Monaco (2000) constata que em média as estatais possuem 2,25 conselheiros a mais do que as empresas de controle privado nacional, sugerindo um papel mais político e de representatividade a diversos segmentos sociais e partidário nos conselhos das empresas estatais. Na maioria das empresas, a maior parte dos membros do conselho é composta por pessoas externas às empresas e não profissionais, resultando em baixa quantidade de conhecimento sobre

a empresa, e na presença de conflitos de interesses a parcialidade é o que rege as negociações. O desempenho do conselho na defesa do interesse de todos os acionistas é prejudicado com essas características.

Um grande fator de incentivo que é a remuneração variável dos conselheiros, considerado importante pelos principais códigos de governança, para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela maior parte das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais figurativo do que profissional por parte do órgão.

Silveira (2005) afirmou que algumas mudanças começaram a ocorrer nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal. Esses fatores têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo de governança brasileiro, principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do Conselho de Administração.

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

- a criação do Instituto Brasileiro de governança corporativa (IBGC), em 1995;
- a aprovação da lei número 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das SA;
- a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);

- o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- a definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995 com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil. No meado da década de 1990, o IBGC lançou o primeiro "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" do país, um dos temas abordados foi o relacionamento entre controladores e minoritários.

Este código foi revisado em 2002, sendo a versão atual dividida em seis temas:

- i) propriedade;
- ii) Conselho de Administração;
- iii) função do Presidente;
- iv) Auditoria;
- v) Conselho Fiscal;
- vi) ética/conflito de interesses.

O tema referente à propriedade aborda principalmente o combate ao desequilíbrio de poder entre os acionistas. Para mitigá-lo, o código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito a voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, a recomendação seria atribuir-lhes esse direito. Nas situações de transferência do controle, o IBGC sugere que a empresa estabeleça em estatuto a obrigatoriedade de que o comprador ofereça a todos os acionistas o direito de vender ações pelo mesmo preço a ser pago ao controlador, direito este conhecido como *tag along*. Se a intenção for fechar o capital, o código prevê que as ofertas públicas para retirada das ações do mercado sejam feitas pelo valor econômico, a partir de estudo elaborado por empresa independente. O código também define

regras para o acordo de acionistas, com o objetivo de igualar os níveis de informação. Segundo o IBGC, o acordo de acionistas deve estar disponível para conhecimento de todos os acionistas.

O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendando que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deva estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada simultaneamente para todos os acionistas. O Instituto sugere ainda que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais. Em relação ao Conselho Fiscal, o IBGC trata-o como uma criação brasileira para preencher uma lacuna nas atividades do conselho, afirmando que o Conselho Fiscal não precisaria existir, caso o Conselho de Administração desempenhasse bem as suas funções. Com relação aos serviços de auditoria, o IBGC chama atenção para a possível perda de independência quando uma mesma companhia oferecer serviços simultâneos de auditoria e consultoria.

A Nova Lei das SA, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as Sociedades Anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- a obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;

- o direito dos preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;
- o direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;
- a possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- a possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Apesar de alguns avanços, a Nova Lei das SA teve no artigo 118 um retrocesso com relação às boas práticas de governança corporativa. Este artigo, que regulamenta o acordo de acionistas, estabelece no parágrafo oitavo que o voto do conselheiro representante do grupo ligado por acordo de acionistas não deverá ser computado quando sua decisão for contrária às premissas do acordo de acionistas, retirando a liberdade e independência do conselheiro e confundindo seu papel com o do acionista.

A consolidação da figura do controlador pode ser considerado outro retrocesso na Nova Lei das SA, com o termo aparecendo 25 vezes no projeto aprovado, mesmo número de aparições do termo nos 300 artigos da lei vigente. Em suma, a Nova Lei das SA trouxe alguns avanços na defesa dos acionistas minoritários, mas não pode ser considerada uma legislação que causará o

fomento do mercado de capitais brasileiro, principalmente após frustrar boa parte do mercado com o veto de 10 artigos e 27 parágrafos na data de sua aprovação.

A criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) visa destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, sendo a adesão voluntária, via contrato entre as partes. São três níveis distintos, com um nível de exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa.

3.6.1. Nível 1

As Companhias Nível 1 se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas exigidas para inserção no Nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*);
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Razão Social	Nome de Pregão
Aracruz celulose s.a.	Aracruz
Bco bradesco s.a.	Bradesco
Bco cruzeiro do sul s.a.	Cruzeiro sul
Bco daycoval s.a.	Daycoval
Bco estado do rio grande do sul s.a.	Banrisul
Bco industrial e comercial s.a.	Bicbanco
Bco indusval s.a.	Indusval
Bco itau holding financeira s.a.	Itaubanco
Bco panamericano s.a.	Panamericano
Bco pine s.a.	Pine
Bco sofisa s.a.	Sofisa
Bradespar s.a.	Bradespar
Brasil telecom participacoes s.a.	Brasil t par
Brasil telecom s.a.	Brasil telec
Braskem s.a.	Braskem
Centrais elet bras s.a. - eletrobras	Eletrobras
Cesp - cia energetica de sao paulo	Cesp
Cia brasileira de distribuicao	P.acucar-cbd
Cia energetica de minas gerais - cemig	Cemig
Cia fiacao tecidos cedro cachoeira	Cedro
Cia transmissao energia elet paulista	Tran paulist
Cia vale do rio doce	Vale r doce
Confab industrial s.a.	Confab
Duralex s.a.	Duralex
Fras-le s.a.	Fras-le
Gerdau s.a.	Gerdau
Ioche maxion s.a.	Ioche-maxion
Itausa investimentos itau s.a.	Itausa
Klabin s.a.	Klabin s/a
Mangels industrial s.a.	Mangels indl
Metalurgica gerdau s.a.	Gerdau met
Parana bco s.a.	Parana
Paranapanema s.a.	Paranapanema
Randon s.a. Implementos e participacoes	Randon part
S.a. Fabrica de prods alimenticios vigor	Vigor
Sadia s.a.	Sadia s/a
Sao paulo alpargatas s.a.	Alpargatas
Suzano papel e celulose s.a.	Suzano papel
Ultrapar participacoes s.a.	Ultrapar
Unibanco holdings s.a.	Unibanco hld
Unibanco uniao de bcos brasileiros s.a.	Unibanco
Unipar uniao de ind petroq s.a.	Unipar
Usinas sid de minas gerais s.a.-usiminas	Usiminas
Votorantim celulose e papel s.a.	V c p

Quadro 1 – Empresas no Nível 1 da Bovespa

Fonte: Bovespa

3.6.2 Nível 2

As Companhias Nível 2 se comprometem, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;

- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Razão Social	Nome de Pregão
All america latina logistica s.a.	All amer lat
Anhanguera educacional participacoes s.a	Anhanguera
Bco abc brasil s.a.	Abc brasil
Centrais elet de santa catarina s.a.	Celesc
Eletropaulo metrop. Elet. Sao paulo s.a.	Eletropaulo
Equatorial energia s.a.	Equatorial
Estacio participacoes s.a.	Estacio part
Gol linhas aereas inteligentes s.a.	Gol
Kroton educacional s.a.	Kroton
Marcopolo s.a.	Marcopolo
Multiplan - empreend imobiliarios s.a.	Multiplan
Net servicos de comunicacao s.a.	Net
Santos brasil participacoes s.a.	Santos brp
Saraiva s.a. Livreiros editores	Saraiva livr
SEB - Sistema educacional brasileiro s.a	Seb
Sul america s.a.	Sul america
Suzano petroquimica s.a.	Suzano petr
Tam s.a.	Tam s/a
Terna participacoes s.a.	Terna part
Universo online s.a.	Uol

Quadro 2 – Empresas no Nível 2 da Bovespa

Fonte: Bovespa

3.6.3 Novo Mercado

O Novo Mercado exige que as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, decidam emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais. O público alvo são as empresas interessadas em abrir o capital.

Companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado, desde que transformem todas as ações em ordinárias. A baixo pode ser observado o número atual de empresas que estão listadas no Novo Mercado.

Razão Social	Nome de Pregão
Abyara planejamento imobiliário s.a.	Abyara
Acucar guarani s.a.	Guarani
Agra empreendimentos imobiliários s.a.	Agra incorp
American banknote s.a.	Abnote
Amil participacoes s.a.	Amil
B2w - companhia global do varejo	B2w varejo
Bco brasil s.a.	Brasil
Bco nossa caixa s.a.	Nossa caixa
Bematech ind e com equip. Eletronic s.a.	Bematech
Bolsa de mercadorias e futuros-bmf s.a.	Bmf
Bovespa holding s.a.	Bovespa hld
Br malls participacoes s.a.	Br malls par
Brascan residencial properties s.a.	Brascan res
Brasil brokers participacoes s.a.	Br brokers
Brasil ecodiesel ind com bio.ol.veg.s.a.	Ecodiesel
Brasilagro - cia bras de prop agricolas	Brasilagro
Camargo correa desenv. Imobiliario s.a.	Cc des imob
Cia bras desenv imobiliario turistico	Invest tur
Cia concessoes rodoviaras	Ccr rodovias
Cia hering	Cia hering
Cia providencia industria e comercio	Providencia
Cia saneamento basico est sao paulo	Sabesp
Cia saneamento de minas gerais-copasa mg	Copasa
Company s.a.	Company
Construtora tenda s.a.	Tenda
Cosan s.a. Industria e comercio	Cosan
Cpfl energia s.a.	Cpfl energia
Cr2 empreendimentos imobiliários s.a.	Cr2
Cremer s.a.	Cremer
Csu cardsystem s.a.	Csu cardsyst
Cyrela brazil realty s.a.empreend e part	Cyrela realt
Cyrela commercial propert s.a. Empr part	Cyre com-ccp
Datasul s.a.	Datasul
Diagnosticos da america s.a.	Dasa
Drogasil s.a.	Drogasil
Edp - energias do brasil s.a.	Energias br
Embraer-empresa bras de aeronautica s.a.	Embraer
Eternit s.a.	Eternit
Even construtora e incorporadora s.a.	Even
Ez tec empreend. E participacoes s.a.	Eztec
Fertilizantes heringer s.a.	Fer heringer
Gafisa s.a.	Gafisa
General shopping brasil s.a.	Generalshopp
Grendene s.a.	Grendene
Gvt (holding) s.a.	Gvt holding
Helbor empreendimentos s.a.	Helbor
Iguatemi empresa de shopping centers s.a	Iguatemi
Industrias romi s.a.	Inds romi
Inpar s.a.	Inpar s/a
Jbs s.a.	Jbs
Jhsf participacoes s.a.	Jhsf part
Klabin segall s.a.	Klabinsegall

Quadro 3 – Empresas no Novo Mercado da Bovespa

Fonte: Bovespa

Light s.a.	Light s/a
Localiza rent a car s.a.	Localiza
Log-in logistica intermodal s.a.	Log-in
Lojas renner s.a.	Lojas renner
Lps brasil - consultoria de imoveis s.a.	Lopes brasil
Lupatech s.a.	Lupatech
M.dias branco s.a. Ind com de alimentos	M.diasbranco
Marfrig frigorificos e com de alim s.a.	Marfrig
Marisa s.a.	Marisa
Minerva s.a.	Minerva
Mmx mineracao e metalicos s.a.	Mmx miner
Mrv engenharia e participacoes s.a.	Mrv
Natura cosmeticos s.a.	Natura
Obrascon huarte lain brasil s.a.	Ohl brasil
Odontoprev s.a.	Odontoprev
Pdg realty s.a. Empreend e participacoes	Pdg realt
Perdigao s.a.	Perdigao s/a
Porto seguro s.a.	Porto seguro
Positivo informatica s.a.	Positivo inf
Profarma distrib prod farmaceuticos s.a.	Profarma
Redecard s.a.	Redecard
Renar macas s.a.	Renar
Rodobens negocios imobiliarios s.a.	Rodobensimob
Rossi residencial s.a.	Rossi resid
Sao carlos empreend e participacoes s.a.	Sao carlos
Sao martinho s.a.	Sao martinho
Satipel industrial s.a.	Satipel
Slc agricola s.a.	Slc agricola
Springs global participacoes s.a.	Springs
Tecnisa s.a.	Tecnisa
Tegma gestao logistica s.a.	Tegma
Totvs s.a.	Totvs
Tpi - triunfo particip. E invest. S.a.	Triunfo part
Tractebel energia s.a.	Tractebel
Trisul s.a.	Trisul
Weg s.a.	Weg

Quadro 3 – Empresas no Novo Mercado da Bovespa

Fonte: Bovespa

3.7. FATORES RECENTES QUE INFLUENCIARAM O AUMENTO DO VOLUME DE NEGOCIAÇÃO NA BOVESPA

A partir de 2000 percebe-se um aumento da movimentação financeira na Bovespa, isso se deve a vários fatores, entre eles está o lançamento, no final de março de 1999, do sistema de operações realizadas eletronicamente chamada de *Home Broker* que vem continuamente avançando em volume financeiro, tornando-se importante alternativa para os investidores atuarem no mercado acionário brasileiro. O *Home Broker* permite que os investidores enviem, via Internet, para suas Corretoras, suas ordens de compra e venda para os mercados a vista (lote-

padrão) e de opções da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). De acordo com a Bovespa, o volume médio mensal negociado por meio de *Home Broker*, que era de R\$ 181,9 milhões em 2000, passou para R\$ 6,0 bilhões em 2006, revelando um incremento de mais de 3.000%. (BOVESPA, 2007)

Nos últimos anos, outros fatores que contribuíram para o aumento das negociações da bolsa foram as criações do “Novo Mercado”, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa que serviram para aumentar a qualidade e conseqüentemente a confiabilidade das ações como produto financeiro. Até o lançamento do Novo Mercado, a maioria das ações da Bovespa era do tipo preferencial, que tinha como problema o fato de o acionista minoritário não participar das decisões estratégicas nem lucrar com a venda da empresa como acontecia com os majoritários. (BOVESPA, 2007)

As regras do Novo Mercado estabelecem que a empresa que pretende ter suas ações negociadas na bolsa, deve aderir ao Nível 1 ou Nível 2 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, diferenciadas pelo grau de compromisso que será assumido, divulgando com transparência as informações financeiras e assegurando os mesmos direitos a todos os acionistas.

Segundo Gradilone e Napolitano (2006), além do que já foi citado, as empresas deverão também publicar balanços no formato americano e disponibilizar profissionais especializados para prestar informações aos investidores. De acordo com a Bovespa (2007), em 2006 as 96 empresas listadas no Novo Mercado correspondiam a 58% do volume negociado na Bolsa Brasileira. O mercado acionário brasileiro vem se superando dia após dia, nas distribuições públicas de ações e no número de ofertas públicas iniciais de ações IPOs), ressaltando-se que a grande maioria aconteceu nos níveis diferenciados de governança corporativa, o que reforça a idéia de que empresas com mais transparência e maior equilíbrio de direitos entre acionistas beneficiam o mercado e a própria companhia.

A nova Lei das S.A. (Lei 10.303/01) que altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404/76 que dispõe sobre Sociedades por Ações e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, traz em seu texto novas regras que favorecem os acionistas minoritários e garante maior transparência na gestão corporativa.

De acordo com Bovespa (2007), muitos aspectos a nova Lei das S.A. e o Novo Mercado convergem para o mesmo ponto, ou próximos, por exemplo, entre as regras do Novo Mercado existe uma que proíbe a emissão de ações preferenciais, enquanto que na a nova Lei das S.A. a cota de emissão é restrita a 50% do total de ações emitidas; no Novo Mercado o valor pago por ação ao acionista minoritário, titulares de ação ordinária com direito a voto, no caso de mudança de controle acionário deverá ser igual ao pago ao acionista majoritário, enquanto que na nova Lei deverá ser de pelo menos 80%.

A Lei das S.A., promulgada em 31 de outubro de 2001, e o Novo Mercado prevêem arbitragem como método de resolução de conflitos, sendo obrigatória no Novo Mercado e opcional na nova Lei, os dois proíbem a emissão de partes beneficiárias e estabelecem um prazo mínimo de 15 dias para a convocação de assembleias gerais, entre outras semelhanças.

A partir de 2002 começou a ser implantado o projeto Bovespa vai até você que tem como objetivo popularizar o mercado financeiro a partir da divulgação do funcionamento do mercado e incentivar o investimento em ações como forma de poupança de longo prazo para pessoas físicas, por meio dos clubes de investimento. O número de clubes de investimento teve um aumento de 279% de 2002 até 2007, passando de 473 em dezembro de 2002 para 1.821 em 2007, mostrando o quanto foi positiva a criação do programa de popularização do mercado para impulsionar esse segmento, principalmente entre pessoas físicas. No ano de 2002 o índice

Bovespa encerrou o ano em 11.268 pontos e em julho de 2007 conseguiu atingir valores beirando os 60.000 pontos, uma marca, até então, histórica de alta. (BOVESPA, 2007)

De acordo com Gradilone (2005), a revogação da cobrança de CPMF sobre operações de compra de ações de oferta pública realizadas na bolsa, por meio de emenda constitucional em 2002 e o anúncio da medida provisória que isenta o investidor estrangeiro de tributação de ganhos auferidos em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional tornaram mais atrativo investir na Bolsa brasileira já que a CPMF e os outros tributos geravam um custo a mais nas transações. Outro fator que atraiu investidores estrangeiros para investir na Bolsa brasileira foi a redução da taxa de juros que em 2002 girava em torno de 19% a.a. foi reduzida para 11,5% a.a. em julho de 2007

De acordo com a Bovespa (2007), o início de 2002 foi marcado pelo comportamento positivo do mercado que acreditava que com a redução gradativa da taxa básica de juros e o fim do racionamento de energia elétrica garantiria o bom desempenho da economia brasileira. A partir de março a insegurança com relação a sucessão presidencial que consequentemente trouxe dúvidas sobre a continuidade da política econômica em curso resultaram num período de instabilidade no mercado até o mês de setembro.

Conforme Gradilone (2005), com a definição do quadro político em outubro de 2002, garantindo o cumprimento dos contratos com a continuidade da política econômica, o mercado ficou mais otimista, restabelecendo a confiança tanto dos investidores internos quanto externos, revertendo assim a tendência de queda. Em 2003 foi criado o Formador de Mercado⁸ que, segundo a Bovespa (2007), são instituições que atuam para promover a liquidez dos ativos nos quais são credenciados. Até julho de 2007, trinta e sete empresas já contam com o serviço de Formador de Mercado, entre elas estão: TAM, Unibanco, Pão de Açúcar, Suzano Papel e

⁸ Formador de Mercado ou Promotor de negócios: Agente financeiro que se propõe a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados.

Celulose, Iguatemi, M. Dias Branco, Universo Online, Positivo, Grendene, Banco Pine, Banco Pine, entre outras. Entre as Instituições que atuam como Formadores de Mercado destacam-se a Ágora Sênior CTVM S.A., Credit Suisse Brasil S.A. CTVM, UBS Pactual CTVM S.A. e CODEPE. A atividade de Formador de Mercado está regulamentada pela Instrução CVM nº 384 e pelas Resoluções da Bovespa nºs 293 e 300.

Segundo a Bovespa (2007), até julho de 2007 os investimentos em ações estão sendo, pelo quinto ano consecutivo, o tipo de aplicação financeira que proporcionou melhor retorno aos investidores no Brasil. O mercado financeiro brasileiro vem apresentando crescimento constante ao longo dos últimos seis anos como consequência de um conjunto de fatores como, por exemplo, os programas de popularização do mercado, o aperfeiçoamento das regras de negociação e alto nível de transparência que traz maior nível de confiança aos investidores.

4. TEORIA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Ao distribuírem 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 das empresas”.

De acordo com Hahn (2005), varias teorias foram desenvolvidas e estudos empíricos foram realizados sobre a política de distribuição de dividendos e sua relevância ou irrelevância no valor da empresas.

O mesmo autor define que 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 re-investimentos e procurar atender os objetivos dos acionistas externos. Porém, esta decisão nem sempre está de acordo com os interesses dos envolvidos, gerando assim, como anteriormente já comentado, um conflito de agencia.

4.1 HISTÓRIA RECENTE DA REGULAMENTAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DOS DIVIDENDOS NO BRASIL

De acordo com Garcia e Bugarin (2002) desde a implantação do Plano Real, em julho de 1994, o Governo Federal vem propondo à sociedade brasileira uma série de reformas estruturais visando à estabilidade econômica, ao controle do déficit e da dívida pública global e à retomada do desenvolvimento sustentado. Dentre as medidas tomadas para atenuar o problema fiscal,

determinou-se, por meio da Lei nº 9.530, de 10.12.97, que a receita do Tesouro Nacional proveniente do pagamento de dividendos pelas empresas estatais seria destinada à amortização da dívida pública federal.

A partir de então, passou-se a despender uma maior atenção à política de distribuição de lucros exercida pelas empresas nas quais a União detinha participação acionária. Após algum tempo, concluiu-se que, em consequência da falta de uma norma regulamentadora, algumas estatais não estavam efetuando qualquer remuneração sobre o capital aplicado pelo governo, isto é, estavam optando por não distribuir dividendos.

Assim, acatando recomendação contida na Exposição de Motivos Interministerial MPO/MF nº32, de 23.06.98, decidiu-se editar, em 16.07.98, o Decreto nº 2.673, que, entre outras coisas, fixou em 25% o percentual mínimo do lucro líquido do exercício a ser distribuído sob a forma de dividendos pelas estatais. Portanto, pode ser percebido que a idéia de regulamentação dessa obrigatoriedade de pagamento de uma parcela dos lucros como dividendos, teve muito mais um cunho de resolução de problemas de caixa do governo que melhoria propriamente dita da estrutura de governança corporativa no mercado de capitais do Brasil

4.2 DIVIDENDOS E LEGISLAÇÃO

Segundo Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), a política de dividendos é objeto de restrições legais de natureza societária ou fiscal em todo o mundo. No caso da regulamentação societária, geralmente trata-se de criar instrumentos como proteção aos acionistas minoritários contra as práticas abusivas de controladores e gerentes, limitando a retenção de recursos. Esta retenção poderia ser utilizada em benefício do controlador (especialmente em empresas familiares e onde os controladores são parte da administração da companhia). De acordo a

legislação brasileira determina que as companhias abertas devem distribuir como dividendos, no mínimo, 25% do lucro líquido para ações ordinárias e de 27,5% para os investidores que têm ações preferenciais. Assim, normalmente as empresas brasileiras limitam-se a seguir a legislação sem explicitar uma política diferente de dividendos.

La Porta et al. (2000) acredita que a obrigação de pagar dividendos mínimos aponta para uma preocupação em assegurar aos investidores sua participação nos resultados e encorajá-los a adquirir ações.

Em relação às modificações contidas na legislação societária, a partir de 1996 a política de dividendos no Brasil também passou a ser influenciada pela legislação fiscal. A legislação tributária introduziu em 1995 uma outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio, por meio dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), limitados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), até um máximo de 50% do lucro líquido, ajustado de acordo com especificações da própria legislação. A partir de então, os JSCP são reconhecidos como despesa financeira sendo, diferentemente dos dividendos, dedutíveis para fins do cálculo do imposto de renda e contribuição social devido pela empresa.

Conforme Heineberg e Procianoy (2003) e Silva et al. (2005), Na prática as empresas consideram os JSCP como parte da política de dividendos. Dessa forma, torna-se eficiente para as empresas retribuir seus acionistas com o máximo possível de JSCP para aproveitar a vantagem tributária, e complementar com dividendos. Em conjunto, os JSCP e os dividendos definem a política de proventos da empresa.

Portanto, é factível que algumas empresas possam distribuir combinações de JSCP e dividendos ou somente algum deles. Para o investidor os dividendos são isentos do pagamento do imposto de renda, mas não os JSCP, contudo, a alíquota de imposto de renda dos JSCP é menor do que a alíquota definida para ganhos de capital. Publicações recentes observam que a

maioria das empresas aumentou o nível de pagamento de dividendos acima do mínimo legal, que é explicado principalmente pelas melhores condições macroeconômicas e resultados empresariais. Por exemplo, em 2003 em média 45% do lucro líquido foi distribuído diretamente aos acionistas nas empresas da Bovespa.

4.3 TRIBUTAÇÃO, IMPOSTO DE RENDA SOBRE DIVIDENDOS E GANHOS DE CAPITAL

É consenso que existem diferenças significativas entre o sistema de imposto de renda no Brasil e nos Estados Unidos, quando se reportam à renda de dividendo e aos ganhos de capital. Os EUA operam num sistema clássico em que trata os acionistas e as empresas independentemente quando calcula o seu passivo tributário. Sob este sistema clássico de impostos, os lucros gerados pela firma são sujeitos a um imposto único para a empresa, a qual não é tomada em conta para o cálculo do imposto do acionista. Se uma empresa distribui seu lucro líquido por meio do pagamento de dividendo, o acionista paga o imposto sobre sua alíquota marginal de renda. Se ao contrário, o lucro líquido é retido pela empresa, então o patrimônio líquido da empresa aumenta e o acionista é sujeito ao imposto sobre ganhos de capital. Sob o sistema clássico, os lucros são sujeitos a uma dupla tributação, na forma de imposto sobre a empresa, e, sobre a renda do acionista (no caso de distribuição de dividendos) ou pelo imposto sobre ganho de capital.

Historicamente, o imposto sobre a renda é significativamente maior que a taxa de imposto sobre ganhos de capital, tanto, nos EUA, como no Reino Unido. No Brasil, historicamente, não existe um padrão, mas em sua história recente não se tem cobrado imposto sobre dividendo. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, sobre o sistema clássico cria uma

penalidade sobre renda distribuída pela empresa por meio de dividendos. No Brasil, isto não é válido, pois a renda originada da distribuição de lucros da empresa é tributada separadamente. No Reino Unido, desde 1973, começou a operar por meio de uma base “imputada”, com a intenção de reduzir a perda desproporcional na renda do dividendo. Sob este sistema, o valor do imposto pago pela empresa foi “herdado” pelo acionista, tratado como um crédito tributário em sua renda nos dividendos.

No Brasil, desde o final de 1995, pela lei 9.249/95, é seguido um preceito parecido com o utilizado no Reino Unido. Esta mesma lei criou um novo dispositivo de distribuição do lucro, por meio do juro sobre o capital próprio. A distribuição deste juro é debitada antes de se fazer a conta para o cálculo do imposto de renda da empresa. O objetivo do juro sobre o capital próprio é equalizar o benefício tributário de juros decorrentes de dívida contratada pela empresa de uma maneira equivalente para patrimônio líquido. Em contrapartida, o acionista (quando não é isento) paga na fonte uma alíquota de 15% sobre o valor do juro sobre capital próprio distribuído.

4.4 ALGUMAS OBSERVAÇÕES À RESPEITO DOS DIVIDENDOS

De acordo com a nova lei das S.A.:

1. Os acionistas têm o direito de receber, em cada exercício, uma parte dos lucros estabelecida em Estatuto (o chamado dividendo obrigatório), ou, se o estatuto da empresa for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido de certos valores, a saber:

- Quota destinada à constituição da reserva legal;
- A importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;

- lucros a realizar transferido para a respectiva reserva, e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício.

É distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações possuídas.

2. A empresa, por meio de seu estatuto, pode estabelecer o pagamento de dividendo de duas formas distintas:

- Primeira forma: Dividendo Fixo: corresponde a um percentual sobre o capital social ou sobre o lucro da empresa;

- Segunda forma: Dividendo Mínimo: as ações preferenciais participam do lucro distribuído nas mesmas condições das ordinárias, depois das ordinárias terem sido pagas o mínimo.

3. Uma observação a ser realçada é o fato de a empresa poder atribuir ao acionista possuidor de ações preferenciais a prioridade no recebimento de dividendo, ou seja, este acionista receberá seus dividendos antes do acionista que possui ações ordinárias, que são aquelas com direito a voto nas assembleias da companhia. Esta hipótese pode ocorrer quando não houver lucro suficiente a ser distribuído a todos os acionistas da companhia. Vale lembrar ainda que não incide imposto de renda (IR) sobre os dividendos recebidos.

4. Não tem direito a receber dividendos as ações adquiridas para cancelamento ou permanência em tesouraria, enquanto mantidas nessa situação

4.5 POLÍTICA DE DIVIDENDOS E SUAS IMPLICAÇÕES

A política de dividendos tem sido alvo de diversos estudos sem que se tenha chegado a um consenso sobre sua importância. Seguem, algumas das principais teorias desenvolvidas sobre esse tema até os dias atuais:

4.5.1. Teoria do “pássaro na mão”.

Gordon (1963) e Lintner (1956) são os autores com grande contribuição ao desenvolvimento dessa teoria. É sugerido por essa teoria haver uma relação direta entre o volume de dividendos distribuído pelas empresas e seu valor de mercado. Ou seja, o recebimento de dividendos correntes é observado pelos analistas, como um jeito menos arriscado de auferir a remuneração sobre o investimento realizado em relação ao recebimento futuro de dividendos ou ganhos de capital. A expressão popular "Mais vale um pássaro na mão do que dois voando" pode representar fielmente essa idéia.

Os mesmos autores defendem que os pagamentos de dividendos correntes reduzem a incerteza dos investidores. Isso afeta a avaliação de uma empresa com base no seu fluxo de dividendos descontados. Esse tipo de avaliação é realizado com base no valor de todos os dividendos a serem recebidos no futuro, descontando os juros neles embutidos para ajustá-los ao valor presente. Desta forma, o valor presente do fluxo de dividendos de uma empresa, que distribui dividendos de forma agressiva, será superior a outra que, embora distribua os mesmos valores aos seus acionistas, entregue a eles um percentual menor de seu lucro.

4.5.2 A hipótese da sinalização

Como a decisão sobre distribuição de dividendos é uma decisão de política de financiamento tomada pela administração, o mercado a percebe como uma forma de transmitir sinais sobre o desempenho futuro da empresa. Ou seja, em um mundo real, de acordo com a

hipótese da sinalização, alterações em políticas de dividendo tendem a influenciar positiva ou negativamente o valor das ações.

Mais especificamente, quando a distribuição de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, pois a confiança no futuro da entidade caminha na mesma direção. Por outro lado, um corte é recebido como uma má notícia acerca das expectativas futuras.

Segundo a teoria de Modigliani e Miller, a eventual reação do mercado não deve ser atribuída aos dividendos, mas ao conteúdo informacional neles contido (GITMAN, 2001, p. 411). Se a sinalização dada não for sustentável, o mercado perceberá este fato e os preços se reverterão. A possibilidade de a administração utilizar a política de dividendos como instrumento de transferir informações sugere algumas questões de estudo, como por exemplo:

- Empiricamente, o preço das ações reage de forma positiva (negativa) frente a aumentos (diminuições) na distribuição de dividendos? Neste caso, o teste é relacionado ao poder de influência de alterações em políticas de dividendos na decisão dos investidores;
- Que comportamento futuro para os resultados (lucro ou prejuízo) tem sido verificado após uma mudança na política de dividendos? Na verdade, é uma forma de verificar se a administração usa ou não a política de dividendos como transmissora de sinais ao mercado e se tais sinais, no futuro, tomam parte de uma realidade;
- O mercado reage de forma diferente quanto às mudanças de dividendos efetuadas por grandes e pequenas corporações? Em outras palavras, dado que as pequenas corporações possuem menos informações públicas ao seu respeito, o que se questiona é que poderá haver uma reação diferenciada do mercado de acordo com o tamanho da organização, diante de mudanças em dividendos. Na teoria, a política de dividendos carregaria uma carga de informações (sinais) maior em empresas de menor monta. Estas organizações também possuem acesso restrito a mercados de capitais, o que pode desencadear uma necessidade maior de retenção nos lucros

para cobrir as necessidades financeiras. Contudo, resta saber se a assimetria informacional é reduzida pela política de dividendos.

Estudos práticos como o realizado por Aharony e Swary (1980) analisaram o uso de dividendos como instrumentos a serem utilizados pela gerência para transmitir informações prospectivas ao mercado. As evidências encontradas sugerem apoio à teoria da sinalização.

Baker, Farrelly e Edelman (1985) pesquisaram 318 gerentes financeiros com o objetivo de capturar qual era a percepção destes gerentes quanto à política de dividendos. Essa pesquisa constatou que os respondentes tinham convicção de que a política de dividendos interfere no valor de mercado da empresa.

Abrutyn e Turner (1990) pesquisaram os principais executivos americanos, tentando identificar que teoria (sinalização, custos de agenciamento, efeito clientela) tinha mais efeito sobre as decisões de dividendos frente aos problemas dos impostos. Como resultado, os autores concluíram que nenhuma teoria explica o comportamento de todas as empresas.

Manuel et al. (1993) estudaram a reação do mercado a emissões de novas ações, precedendo de perto informações sobre dividendos e lucros. O mercado reage de forma negativa a este tipo de atitude, pois entende que é um sinal de que os dividendos e, conseqüentemente, o desempenho da empresa declinarão no futuro.

Christie (1994) estudou o relacionamento entre mudanças inesperadas em dividendos e o valor do patrimônio líquido no mercado. Não foram encontradas fortes reações do mercado nos casos em que houve reduções no pagamento de dividendos.

Sant e Cown (1994) encontraram reações negativas no preço das ações no mercado relacionadas a anúncios de omissão de dividendos. As evidências encontradas também são consistentes com a hipótese de que os gerentes omitem os dividendos porque os lucros se tornam

menos previsíveis. A leitura do mercado sobre o futuro da entidade não é, portanto, favorável, sendo consistente com a hipótese de sinalização.

Brook et al. (1998) pesquisaram se as empresas fazem uso de dividendos para sinalizar futuro incremento em fluxos de caixa. Os autores constataram que as empresas incrementam seus dividendos antes dos aumentos em fluxos de caixa, tratando-se, portanto de um sinal, o que fornece apoio à hipótese da sinalização.

Bradley et al. (1998) estudaram o papel da volatilidade dos fluxos de caixa esperados como determinantes da política de dividendos. Tal volatilidade poderia implica maiores proporções de distribuição de dividendos, sendo uma forma da administração reduzir incertezas. O resultado sugere, porém, que lucros mais voláteis implicam em promessa de mais baixos dividendos, fornecendo apoio à teoria da sinalização.

Baker e Powell (1999), numa atualização e extensão da pesquisa prévia efetuada por Baker, Farrelly e Edelman (1985), investigaram como os gerentes de 198 empresas vêem a política de dividendos. Constatou-se que os gerentes acreditam que o valor da empresa é afetado pelos dividendos.

Zeng (2001) investigou uma amostra contemplando o período de 1984 a 1988 e encontrou forte apoio à hipótese da sinalização ao averiguar quais fatores eram determinantes para a política de dividendos.

4.5.3 A hipótese do agenciamento

Procianoy (1994) desenvolveu o modelo da teoria da agência, partindo dos estudos iniciais de Coase. Para esse autor, a essência da firma é definida pelas relações contratuais que possui. Neste conjunto de relações, a relação de agência é o contrato em que os que delegam

autoridade são denominados de “principais” e os que são contratados para desempenhar um objetivo específico são os denominados “agentes”.

Nas corporações, essas funções são desempenhadas, respectivamente, pelos proprietários e administradores. Dada à natureza da relação estabelecida, é normal que seja permeada por conflitos de interesse. Um dos itens conflitantes deste relacionamento entre administradores e acionistas é a política de dividendos. Como a política de dividendos é estabelecida pela administração das entidades e, por seu turno, os lucros retidos estão sob o seu controle, os acionistas cercam-se de incertezas acerca dos motivos que levam os administradores a restringirem os pagamentos de dividendos. Os acionistas querem a maximização da sua riqueza, a valorização de suas ações e os gerentes nem sempre poderão estar alinhados com estes anseios.

Segundo La Porta et al (2000), este problema pode tomar proporções maiores para acionistas minoritários, pois, se os dividendos não lhes forem pagos, os controladores e gerentes podem usar os valores retidos para uso pessoal ou comprometê-los com projetos improdutivos. Ou seja, o que pode ser inferido, é que a teoria da agência não fornece apoio à teoria de Modigliani e Miller (1961), pois, se a administração usa a política de dividendos como forma de redução de conflitos com acionistas, a política de dividendos torna-se fator relevante na determinação de quais financiamentos serão usados para os investimentos a serem efetuados pela entidade, não havendo, portanto, liberdade de escolha ou independência entre decisões de políticas de investimento e de financiamentos.

Lloyd et al. (1985) pesquisaram o custo de agência como um fator explicativo da relação de *Payout* e os resultados demonstraram que tanto os custos de agência quanto o tamanho da empresa influenciavam no *Payout* de dividendos.

Vogt (1994) estudou o uso do fluxo de caixa em investimentos improdutivos ao invés da sua distribuição aos acionistas. Esse autor encontrou que o fluxo de caixa financiando o

crescimento de grandes empresas, que possuem capital pulverizado e que pagam baixo *Payout*, tende a ser improdutivo. Ao contrário, no caso das empresas menores há uma criação de valor. Assim sendo, gerentes de grandes entidades podem aumentar a eficiência de seus gastos de capital pagando altos dividendos, o que sinaliza aos acionistas que um monitoramento adicional sobre gastos de capital é desnecessário. A pesquisa desse autor, mostra que a estrutura do capital da empresa e o seu tamanho são fatores que interferem na forma como a administração estabelece sua política de dividendos.

Christie (1994), anteriormente citado, estudou o relacionamento entre mudanças inesperadas em dividendos e o valor do patrimônio líquido no mercado, sob a luz da hipótese da sinalização e a teoria da agência. Não foram encontradas fortes reações do mercado frente às reduções no pagamento de dividendos.

Long et al. (1994) examinaram a hipótese do uso de dividendos para transferir recursos dos emprestadores aos acionistas. Os autores não encontraram evidências neste sentido e concluíram que, neste caso, as empresas acreditam ser mais relevante a sua reputação no mercado.

Dewenter e Warther (1998) compararam a relutância em se alterar as políticas de dividendos nas empresas americanas e japonesas. O resultado demonstrou que as empresas japonesas enfrentam menos assimetria informacional e, portanto, menos conflitos de agência. Como consequência, as empresas japonesas são menos relutantes em alterar a política de dividendos, sendo que esta acompanha mais as variações nos lucros. As empresas americanas são mais pulverizadas, ficando mais uma vez evidenciado que a estrutura e o tamanho das empresas influenciam no tratamento que a administração dá aos acionistas, inclusive no que tange à distribuição de dividendos.

Holder, Langrehr e Hexter (1998) estudaram as relações entre decisões de investimentos e políticas de dividendos, utilizando as idéias sobre a teoria de *stakeholder* contidas em Cornell e Shapiro (1987). A variável dependente no estudo foi a política de dividendos, a independente foi uma proxy para o resultado líquido da influência dos *stakeholders* na entidade (Net Organizational Capital – NOC) e as variáveis de controle dos custos de agência foram o fluxo de caixa livre, o nível de concentração de posse do patrimônio líquido e o nível de participação dos controladores no patrimônio líquido.

Foi encontrado que empresas com capital próprio mais pulverizado possuem maior custo de agenciamento e conseqüentemente maiores *Payout* de dividendos. Como as empresas com mais oportunidades de investimento possuem menor fluxo de caixa livre, foi encontrado que este último relaciona-se positivamente com os *Payout* de dividendos, significando que empresas com maior fluxo de caixa livre possuem maior custo de agência e maiores distribuições de dividendos. Por fim, empresas com a estrutura de composição acionária mais concentrada nas mãos de controladores possuem custos mais baixos de agenciamento e menor *Payout*. Dividendos, portanto, são influenciados pelos custos de agenciamento.

4.5.4 A hipótese da preferência tributária e o efeito clientela

De acordo com Bueno (2000), a teoria da preferência tributária centra-se na argumentação de que, havendo taxação de impostos de forma diferenciada sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a ficar com a opção que menos encargos tributários lhes trouxer. Dividendos serão indesejáveis se forem mais pesadamente taxados, quando comparados a ganhos de capital. Até mesmo se a taxação for igual para ambos, haverá

preferência pelo não recebimento dos dividendos dado que, neste caso, tem-se o benefício da postergação do pagamento do referido imposto.

Assim, de acordo com esta teoria, se os dividendos forem indesejados, quanto maior o *Payout*, menos valorizada será a ação. Ou seja, essa Teoria caminha em sentido oposto à teoria do “pássaro na mão”, onde a crença é a de que quanto mais altos forem os dividendos, mais seguros se sentirão seus acionistas e, portanto, mais valorizada será a ação. Por fim, a teoria da preferência tributária também se diferencia da proposição de irrelevância dos dividendos de Modigliani e Miller por radicalizar contra recebimentos de dividendos, se estes se apresentarem indesejados, conforme a tributação.

Modigliani e Miller, que fundamentaram seu trabalho sob a premissa de um mercado perfeito, trataram da questão dos impostos como uma imperfeição e apresentaram o argumento do efeito clientela: “uma empresa atrai acionistas cujas preferências com relação ao pagamento e à estabilidade dos dividendos correspondem ao padrão de pagamento e a estabilidade da empresa em si” (GITMAN, 2001, p. 411). Significa dizer que no mercado há investidores que, independentemente de efeitos tributários, necessitam receber dividendos e outros não. Assim, de acordo com a política de dividendos adotada cada entidade atrairá os investidores que dela se agradarem. Se os investidores encontram ações que correspondem às suas preferências, o equilíbrio é atingido e o valor das ações não é afetado pela política de dividendos.

A hipótese de clientela de dividendos, assim como as teorias do agenciamento e da sinalização, também tem sido testada empiricamente. A seguir pode ser observada uma lista de trabalhos que abordaram o tema:

Lease et al. (1978) realizaram um estudo para determinar preferências entre investidores por dividendos. Foi Constatado que pessoas mais idosas, pessoas não muito bem empregadas,

mulheres e pequenas unidades familiares preferem altos dividendos em dinheiro. Pequena correlação foi encontrada entre os efeitos dos impostos e os objetivos de investidores.

Lakonishok e Vermaelen (1986) investigaram o volume de transações com ações próximas à data ex-dividendo. Quando os dividendos são tributados, o volume de comercialização das ações a qual se referem aumenta próximo à data ex-dividendos. Para dividendos em ação - não tributável – o efeito é contrário. Isto mostra que, ao menos no curto prazo, os investidores se preocupam com os efeitos tributários.

Chaplinsky e Seyhun (1990) encontraram que os investidores fazem sua escolha entre dividendos e ganhos de capital levando em conta as suas condições de isenção ou adiamento de pagamento quanto à questão tributária. Vale mais uma vez ressaltar que cada país conta com um sistema de tributação que, geralmente, é diferente do outro. Em outras palavras, resultados que foram válidos em um país não necessariamente serão aplicados em outros países ou situações.

Abrutyn e Turner (1990) pesquisaram os principais executivos americanos tentando identificar que teoria (sinalização, custos de agenciamento, efeito clientela) tinha mais efeito sobre as decisões de dividendos frente aos problemas dos impostos. Como resultado, os autores concluíram que nenhuma teoria explica o comportamento de todas as empresas, sendo que o efeito clientela foi o que recebeu apoio mais fraco na pesquisa.

Michaely (1991), aproveitando-se da reforma tributária americana de 1986, analisou o efeito dos impostos no comportamento dos preços das ações em dias ex-dividendos, comparando os anos de 1986, 1987 e 1988. A alteração tributária passou a tratar dividendos e ganho de capital igualmente. Dada esta alteração, esperava-se um comportamento diferenciado por parte dos investidores em período posterior à modificação, mas não foi encontrada nenhuma evidência do efeito das modificações tributárias nos anos pesquisados.

Dhaliwal, Erickson e Trezevant (1999) pesquisaram a hipótese de que, depois que uma empresa inicia pagamento de dividendos, a posse de seu patrimônio líquido é transferida por investidores que são mais taxados por dividendos do que por ganhos de capital para investidores em situação oposta. Evidências foram encontradas neste sentido, isto é, os impostos influenciam na decisão dos investidores.

5. METODOLOGIA E RESULTADOS

Fundamentalmente, as informações referentes às empresas estudadas foram obtidas da base de dados Economática® e do informativo anual (IAN), obrigatoriamente divulgado pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliário (CVM).

As companhias de capital aberto têm por obrigação emitir o Informativo Anual para a CVM antes do final do primeiro semestre do ano corrente, relativo ao ano fiscal anterior. Este relatório deve fornecer, entre outras informações, a composição acionária da empresa. Esta informação é crucial para avaliar o perfil dos controladores da empresa.

A amostra inicial construída para esse estudo foi constituída pelas empresas mais líquidas por volume de negociação entre os anos de 2001 e 2006, listadas na bolsa de valores de São Paulo (Bovespa), com sede no Brasil, e que estão agrupadas nos níveis 1, 2 e NOVO MERCADO, além de outras não-listadas nesses grupos mas que tenham relevante volume de negociação.

Como a maior parte das empresas no Mercado de Capitais brasileiro, tem ao menos dois tipos de ações listadas (ordinárias e preferenciais) – sendo que para algumas há várias ações preferenciais e com *Payouts* diferentes, para calcular quais são as empresas mais líquidas da bolsa, somou-se o índice de liquidez, que representa o volume de negociação das ações, disponibilizado pela Base de dados Economática® de todas as classes das ações listadas em Bolsa da empresa. Vale ressaltar que antes de efetivamente ser realizada a seleção das empresas pelo critério de liquidez foram excluídas da amostra empresas estrangeiras listadas na Bovespa

por meio de Brazilian Depositary Receipts⁹ - além das empresas novatas no mercado sem histórico de distribuição de dividendos.

Como o objetivo deste estudo é verificar se o tipo de perfil dos acionistas controladores impactam no percentual de lucro líquido que é distribuído pelas empresas, escolheu-se o *dividend payout* (percentual do lucro líquido das empresas que são distribuídos por meio de dividendos no ano de referência) médio para o período de 2001-2006, como a variável dependente. A escolha desta média, ao invés da escolha desta variável para um determinado ano específico, minimiza a influência de empresas que possam ter pago uma quantia anormal de dividendos em um determinado ano. Todavia, para a criação desta média dos *Payouts* pagos anualmente levou-se em consideração que a existência de mais de uma classe¹⁰ de ação listada na bolsa faz com que possam existir diferentes *Payouts* para a mesma empresa em um mesmo ano. Ou seja, cada tipo de ação paga um *Payout* diferente. Assim, criou-se uma média ponderada pelo percentual de cada ação presente na bolsa:

$$y_i(t) = \left(\frac{O}{N}\right)_i \cdot y_i^{ON}(t) + \left(\frac{P}{N}\right)_i \cdot y_i^{PN}(t),$$

onde $y_i(t)$ é o *dividend payout* para a empresa i no ano t . O é o número de ações ordinárias que a empresa tem no ano t , P é o número de ações preferenciais que a empresa tem no ano t , N é o número total de ações que a empresa tem disponível em bolsa no ano t , $y_i^{ON}(t)$ é o *Payout* pago pela empresa i para suas ações ordinárias no ano t , e $y_i^{PN}(t)$ é o *Payout* pago pela empresa i para suas ações preferenciais no ano t . Como algumas empresas têm várias ações preferenciais listadas, o ideal seria desagregar as ações preferenciais em cada tipo, pois cada ação preferencial proveria um valor diferente para seus dividendos. Todavia, a base de dados Economática® não

⁹ Brazilian Depositary Receipts - BDRs são conceituados como certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil. Pode se dizer que seria a versão brasileira para os ADR que circulam no mercado Americano.

¹⁰ As principais classe de ações são as ordinárias com direito de controle (ON) e as preferenciais com direito sobre o fluxo de caixa (PN).

admite esta possibilidade e pelo fato de que significativa parcela dos lucros é distribuída por meio das ações ONs e PNs, foi julgado suficiente essa metodologia para a obtenção dos objetivos pretendidos.

Assim, o *Payout* médio para o período de 2001 a 2006 para a empresa *i* é simplesmente a média aritmética de $y_i(t)$ para o período:

$$y_i = \frac{\sum_{t=2001}^{2006} y_i(t)}{6}$$

Uma vez que os controladores (detentores das ações ordinárias) influem na distribuição de dividendos de todas as ações da empresa (ordinárias e preferenciais), é natural considerar que no *Payout* calculado (y_i) sejam consideradas todas as ações.

São analisadas, como independentes, as variáveis referentes à soma dos votos total possuída pelos três maiores acionistas (CONC 3) e a referente ao maior acionista possuidor de mais de 50% dos votos (AC50), como definidas no quadro 4. A variável CONC 3, busca medir o efeito que a concentração do controle da companhia em mãos dos três maiores acionistas pode ter em relação ao percentual de lucro que a empresa distribui aos seus acionistas. A Variável AC 50 busca ir além, e demonstrar a influência que apenas um controlador pode ter sobre a política de distribuição de lucros quando este possui mais de 50% dos direitos de votos.

No Quadro 4 é apresentado como foram construídas as variáveis referentes ao grau de concentração da propriedade por parte dos acionistas.

Variável	Descrição
Concentração do controle pelos três maiores acionistas (CONC3)	A soma dos votos total possuída pelos três maiores acionistas
Maior acionista com mais de 50% dos votos (AC50)	1 se o maior acionista possuir mais de 50% dos votos; 0 em caso contrário.

Quadro 4 – Definição e descrição das variáveis referentes ao grau de concentração

Entretanto, a análise apenas da concentração do controle de uma empresa, pode se mostrar limitada, uma vez que os diferentes perfis dos acionistas podem ter diferentes opiniões e interesses quanto ao percentual de distribuição de dividendos aos seus acionistas.

No Quadro 5 são apresentadas como foram construídas as variáveis que visam avaliar o perfil do acionista controlador. Tratam-se de variáveis binárias, apresentando valor 1 caso o acionista controlador apresente a característica avaliada e 0 em caso contrário. A sua inclusão visa determinar o grau de influência da característica analisada na distribuição de dividendos.

Variável	Descrição
Controlador Proprietário “família” (CAFA)	1 se há mais de dois acionistas controladores no conselho administrativo da firma com o mesmo sobrenome, sendo que o somatório de suas participações é superior a 10%; 0 em caso contrário.
Controlador Proprietário “administrador” (CAAD)	1 se o maior acionista controlador com mais ou igual a 10% dos votos for um investidor privado que é também parte do conselho administrativo da firma; 0 em caso contrário.
Controlador Proprietário (CEO)	1 se o diretor-presidente ou vice-diretor-presidente, segundo o IAN, tem mais de 10% dos votos; 0 em caso contrário.
Controlador Proprietário “Empresa” (CACO)	1 se o maior acionista controlador com mais ou igual a 10% dos votos for uma outra firma; 0 em caso contrário.
Controlador Proprietário “instituição financeira” (CAIF)	1 se o maior acionista com mais ou igual a 10% dos votos for um banco, empresa de seguros, fundo ou empresa de investimento (ou asset management); 0 em caso contrário.
Controlador Proprietário “governo” (GOV)	1 se o maior acionista controlador com mais ou igual a 10% dos votos for alguma esfera de governo, a União ou outro órgão governamental (exceto empresas públicas); 0 em caso contrário.
Acionista controlador privado (ACPRIV)	se o acionista controlador não é diretor-presidente (ou vice), se não há outros membros integrantes do conselho administrativo com o mesmo sobrenome que o seu, e se não faz parte do conselho administrativo, o acionista é considerado “controlador privado”.
Acionista controlador “Faz parte de um conglomerado de empresas” (GRUPO)	1 caso o acionista seja uma holding, subsidiária, ou faça parte de um grupo, exceto se este for um grupo financeiro. aplica-se o seguinte critério: (1) se controlar uma outra empresa na amostra; (2) se tiver o mesmo acionista controlador que outra empresa da amostra.
Acionista “Fundação” (FUND)	se o acionista com participação igual ou superior a 10% for uma fundação ou associação.

Quadro 5 – Definição e descrição das variáveis referentes ao perfil do acionista controlador

Na impossibilidade de classificação do acionista controlador da empresa em um dos grupos definidos, esta empresa será excluída da amostra. Também serão excluídas da amostra empresas cujo valor para o *dividend payout* de uma de suas ações, para qualquer t , for descrito como negativo na base de dados utilizada no estudo. Qualquer outra empresa cuja alguma informação requerida para alguma das variáveis seja faltante também será excluída.

O valor de 10% foi escolhido para a construção das variáveis referentes ao controle porque para mudanças na composição acionária acima de 5%, a transação tem de ser relatada à Comissão de Valores Mobiliários de acordo com o disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358/02. Além disso, nos termos da Lei das Sociedades por Ações, quando uma empresa não possui um conselho fiscal que seja permanente, este poderá ser instalado pela Assembleia Geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 10% das Ações, com mandato até a primeira Assembleia Geral Ordinária seguinte à sua instalação. Adicionalmente, os acionistas minoritários que representem, no mínimo, 10% das Ações têm direito de eleger separadamente um membro do Conselho Fiscal e seu suplente.

No Quadro 6, são apresentadas as variáveis utilizadas para controle dos efeitos na distribuição de dividendos que se devem às firmas e não à influência dos acionistas. É consenso na literatura acadêmica que empresas que estão em ritmo acelerado de crescimento tendem a distribuir menos lucros por meio de dividendos, pois precisam re-investir em sua atividade produtiva para que possam crescer e ganhar mercado. A variável CRESC tem por objetivo segregar as empresas em dez grupos, de acordo com o seu estágio de crescimento em ordem crescente a finalidade dessa segregação é controlar para empresas que possam ter a necessidade de reter caixa para impulsionar seu projeto de ampliação nas vendas.

Para medir o crescimento médio anual das empresas são utilizadas as vendas, pois acredita-se que esse é o indicador de acordo com Faccio et al. (2001) é o que melhor retrata o

crescimento da empresa. É realizada, portanto, a média das variações percentuais anuais na receita bruta da empresa para o período de 2001 a 2006. Foi criada também uma variável para o tamanho da empresa (TE), como determinado em Faccio et al. (2001). Para esta variável é utilizada é o logaritmo de seu patrimônio líquido.

Variável	Descrição
Empresa em crescimento (CRESC)	1 se a empresa estiver em um grupo de crescimento entre 6 e 10; 0 em caso contrário
Tamanho da empresa (TE)	Logaritmo natural do valor de livro de todos os bens

Quadro 6 – Definição e descrição das variáveis de controle

Como o objetivo principal dessa dissertação é analisar se diferentes perfis dos acionistas controladores das empresas mais líquidas, por volume de negociação, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), entre os anos de 2001 e 2006, podem implicar em diferentes políticas de distribuição de lucro pelas empresas analisadas, utilizaram-se regressões econométricas com o intuito de analisar os dados apresentados.

Assim, as regressões (1) e (2) abordam se a concentração de direitos de votos está associada com distribuição de baixos níveis de dividendos pagos como parcela do lucro obtido pelas empresas. É analisada a concentração de controle pelo primeiro, segundo e terceiro acionista. As equações (1) e (2) analisarão o indicador dividendo/lucro (*dividend payout*) nas variáveis de controle (definidas no quadro 6) e variáveis de concentração de propriedade (definidas no quadro 4) conforme definição abaixo:

$$(1) \quad y = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \beta_4 * CONC3 + \varepsilon$$

$$(2) \quad y = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \alpha_1 * AC50 + \varepsilon$$

em que:

$$y = \text{Payout médio para o período de 2001-2006}$$

$$\beta_1 = \text{intercepto}$$

TE = tamanho da empresa

$CRESC$ = Decil de crescimento está entre 6 e 10. (*dummy*)

$CONC3$ = Concentração do controle, medido pela soma dos votos dos três maiores acionistas.

$AC50$ = Acionista controlador com mais de 50% dos votos (*dummy*)

ε = erro

A equação (3), que analisa o indicador dividendo/lucro nas variáveis de controle e nas variáveis de estrutura de controle e perfil do acionista controlador conforme definição abaixo:

$$3) \quad y = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \beta_4 * CONC3 + \alpha_1 * GRUPO + \alpha_2 * CAAD + \alpha_3 * CAFA + \alpha_4 * CACO + \alpha_5 * CAIF + \alpha_6 * FUND + \alpha_7 * ACPRIV + \varepsilon$$

em que:

y = *Payout* médio para o período de 2001-2006

β_1 = intercepto

TE = tamanho da empresa

$CRESC$ = Decil de crescimento está entre 6 e 10. (*dummy*)

$CONC3$ = Concentração do controle, medido pela soma dos votos dos três maiores acionistas

$GRUPO$ = Controlador conglomerado (*dummy*)

$CAAD$ = Controlador acionista-administrador (*dummy*)

$CAFA$ = Controlador acionista-família (*dummy*)

$CACO$ = Controlador acionista “empresa” (*dummy*)

$CAIF$ = Controlador acionista “instituição financeira” (*dummy*)

$FUND$ = Controlador acionista fundação ou associação (*dummy*)

$ACPRIV$ = Controlador acionista privado (*dummy*)

ε = erro

Como diferentes indústrias podem ter uma média de distribuição de dividendos diferentes, isto cria a necessidade de incluir *dummies* para as diferentes indústrias nas regressões. Todavia, pelos dados do Economática®, existem 20 setores econômicos nos quais as empresas se inserem. Isto incluiria na regressão em torno de 19 *dummies* para setores econômicos – o que poderia trazer um problema de graus de liberdade no modelo, fazendo com que poucas variáveis tenham seus coeficientes significantes.

A alternativa é a mesma feita por Maury e Pajuste (2002), com a utilização da variável dependente ajustada pelo setor industrial. Para a padronização, verifica-se a média do *Payout* para o período de 2001 a 2006 para o setor industrial:

$$y^j = \frac{\sum_{t=2001}^{2006} \left(\sum_{i=1}^k y_i(t) \right)}{6n},$$

sendo i as empresas no setor, j o setor e n o número de empresas no setor j .

Então se diminui este valor do valor da empresa para o período, y_i , obtendo-se, então, o valor ajustado para o setor. Então, com este valor obtido, são refeitos os exercícios econométricos descritos anteriormente.

Após o preenchimento dos requisitos básicos determinados pela metodologia dessa pesquisa restaram 120 empresas que podem ser observadas na tabela 1. Observa-se que a concentração da composição acionária dos três maiores acionistas controladores é bastante alta no Brasil. A maioria das empresas, no Brasil, ainda apresenta uma concentração de propriedade desses acionistas superior a 50%, e em muitos casos essa parcela chega a 100%. São raros os casos como o das Lojas Renner, onde os três maiores acionistas não chegam a deter 11% do controle da empresa.

Entretanto, essa tendência de dispersão do controle acionário já está sendo percebida no mercado brasileiro, pois é constante o crescimento do volume de negociação das empresas listadas no Novo Mercado. Contudo, as empresas mais liquidas em termos de volume de negociação ainda continuam listadas fora do Novo Mercado. Como exemplos, podem ser citadas a Petrobrás e a Vale do Rio Doce.

Outra informação que deve ser analisada com cautela é relacionada aos *payouts* apresentados. Alguns *payouts* das empresas quando analisados num primeiro momento não fazem sentido pois ultrapassam o valor máximo de lucro auferido pela empresa no exercício, que seria de 100%. Contudo, não deve ser esquecido que algumas empresas utilizam suas reservas acumuladas em outros exercícios para inflar o pagamento de dividendos em alguns anos específicos. Um caso que se destaca é o da Companhia Petroquímica do Sul - Copesul como é popularmente conhecida. No ano de 2002, essa empresa teve um *payout* de 30353,2, ou seja, distribuiu como dividendos, um valor equivalente a mais de 30 vezes o seu lucro auferido naquele ano. A Tele Norte Leste, mais popularmente, conhecida como Telemar também é outro caso que chama atenção pois distribuiu no ano de 2001 – o primeiro ano analisado pelo presente estudo, um valor em forma de dividendos equivalente a 14,396 vezes o seu lucro líquido auferido naquele exercício.

Tabela 1 – Empresas selecionadas por volume de negociação

Nome Completo	Setor	Pay Out						Conc.
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Petroleo Brasileiro	Petróleo e Gas	39.3	34.7	31.8	28.3	30.2	30.5	55.71
Cia Vale do Rio Doce	Mineração	58.2	50.4	50	50	43.7	24	60.88
Centrais Elet Brasileiras SA	Energia Elétrica	44.6	38.6	101.1	28.1	45.6	47.8	73.81
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.	Siderur & Metalur	39.3	0	30.6	35.9	28.5	33.8	56.28
Cia Energ Minas Gerais . Cemig	Energia Elétrica	44.9	0.22	26.8	50	103.3	80.4	83.94
Gerdau S.A.	Siderur & Metalur	37.5	33.7	30.9	33.2	33.8	38	75.73
Net Servicos de Comunicacao S.A.	Outros	0	0	0	0	0	0	96.21
Companhia de Bebidas Das Americas.	Alimentos e Beb	42.9	33.3	71.1	120	84.1	66.4	89.05
Embraer . Emp Brasileira Aeronautica Sa.	Veiculos e peças	36.7	28	33.2	46.6	62.7	52.8	66.84
Cia. Paranaense de Energia . Copel	Energia Elétrica	35.8	0	24.9	27.1	24.5	22.6	85.04
Itausa . Investimentos Itau S.A.	Outros	72.6	56	78.7	75.1	83.3	57.3	33.78
Bradespar S.A.	Outros	0	0	0	58.9	35.7	34.4	65.39
Telemar Norte Leste S/A	Telecomunicações	1439.6	123.7	114.2	147.2	64.1	40.3	97.36
Votorantim Celulose e Papel SA	Papel e Celulose	24.5	34.3	29	40.1	51	48.8	100
Telemig Celular Participacoes S.A.	Telecomunicações	35.3	46.8	32.8	33.3	81.9	40.8	65.54
Aracruz Celulose SA	Papel e Celulose	85.5	2042.3	49.1	38.2	40.5	42.2	84
Sadia S.A.	Alimentos e Beb	39.6	32.8	33.7	33.8	30.6	31.6	62.93
Metalurgica Gerdau S.A.	Siderur & Metalur	66.1	74.4	61.5	67.2	74.7	82.1	60.7
Telecomunicacoes de Sao Paulo S/A.Telesp	Telecomunicações	67.3	95.4	239.3	142	148.3	111.1	85.36
Centrais Eletricas de Santa Catarina S.A.	Energia Elétrica	0	0	16.6	23.7	23.7	23.8	92.08
Companhia Brasileira de Distribuicao	Comércio	24.2	24.2	24.3	24.1	24.1	23.8	94.32
Souza Cruz S.A.	Outros	100.3	79.4	102.6	97.9	99.9	99.8	75.26
Eletropaulo Metropolitana El.S.Paulo S.A.	Energia Elétrica	27.5	0	0	0	0	34.9	97.84
Arcelor Brasil S.A.	Siderur & Metalur	51.8	41.4	32.4	35.1	53.4	54.8	66.24
Klabin S.A.	Papel e Celulose	38.2	0	26.6	36.2	55.6	48.8	79.52
Cesp . Companhia Energetica de Sao Paulo	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	96.19
Cteep.Cia Transm Energia Eletr. Paulista	Energia Elétrica	91.4	88.7	66.2	21.5	71.9	97.6	86.3
Cia. Brasileira de Petroleo Ipiranga	Petróleo e Gas	77.1	0	36.4	34.8	40.7	36.7	90.18
Lojas Americanas S.A.	Comércio	25.5	86.6	77.7	138.4	34.1	89.1	69.63
Companhia de Gas de Sao Paulo . Comgas	Petróleo e Gas	24.8	24.6	24.6	63.5	94.7	41.6	97.5
Perdigao S.A.	Alimentos e Beb	30	65.6	29.1	30	30	32.5	33.76
Light S.A.	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	89.36
Tractebel Energia S.A.	Energia Elétrica	30.3	0	130.6	76.1	111	95	78.73
Suzano Papel e Celulose S.A.	Papel e Celulose	27	133	30.2	23.2	27.7	25.7	99.99
Confab Industrial SA	Siderur & Metalur	39.1	23.8	289.9	129.2	24.2	30.4	99.31
Unipar. Uniao de Inds. Petroquimicas S/A	Química	32.1	33.9	32.4	31.6	32	36.8	74.81
Duratex SA	Outros	45.3	34.3	40.1	46.4	33.8	34	88.67
Ultrapar Participacoes S.A.	Química	189.7	34.3	29.6	39.9	53	51.8	95.43
All . America Latina Logistica S.A.	Transporte Serviç	5	0	0	24.4	23.6	23.3	34.41
Fertilizantes Fosfatados S.A. .Fosfertil	Química	43	95.7	26.7	64.4	56.5	36	92.5
Tam S.A.	Transporte Serviç	0	0	0	0	15.7	24.7	99.97
Weg SA	Máquinas Indust	38.9	40.5	40.3	42.9	44.2	45.5	98.82
Cia Tecidos Norte de Minas . Coteminas	Textil	35.6	35.7	31.7	31.7	34.1	71.6	70.04
Randon S/A Implementos e Participacoes	Veiculos e peças	55.9	73.9	28.5	30.6	31.8	32.1	88.65
Marcopolo SA	Veiculos e peças	51	39.7	49.4	44.9	51.5	41.7	56.31
Rossi Residencial S/A	Construção	0	23.8	0	40	23.8	23.8	38.09
Cpfl Energia S.A.	Energia Elétrica	0	0	0	103.8	89.9	95	72.73
Bombril SA	Química	0	1.1	0	0	0	0	100
Inepar SA Ind e Construcoes	Outros	0	0	0	0	0	0	85.22
Iochpe.Maxion SA	Veiculos e peças	41.4	0	0	31.7	39.4	39.4	56.21
Cyrela Brazil Realty SA Emprs e Parts	Construção	92.9	23.8	23.8	76.2	46.3	31	45.87
Eternit S. A.	Minerais não Met	90.2	97.5	89.8	89.8	86.3	108.3	30.99
Copesul . Companhia Petroquimica do Sul	Química	0.18	30353.2	90.7	99.6	99.4	105	74.55
Magnesita S.A.	Mineração	28.2	28.1	27.9	28.2	29.8	27.6	65.62
Lojas Renner SA	Comércio	0	0	0	0	81.8	75	10.71
Refinaria Pet Ipiranga SA	Petróleo e Gas	177	0	0	7.6	14.3	18.8	24.58
Plascar Participacoes Industriais S.A.	Veiculos e peças	0	0	0	0	0	0	100
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa	Siderur & Metalur	26	27.7	25.4	25	25.7	27.7	98.78
Saraiva S.A. Livreiros Editores	Outros	60.7	60.3	69.8	51.4	27.6	30.1	63.86
Cia. de Saneamento do Parana . Sanepar	Outros	48.2	46.2	39.1	28.3	28	28	99.71
Sao Paulo Alpargatas SA	Textil	38	59.4	34.1	38.5	33.3	39.8	81.69
Emae.Emp.Metropolitana Aguas Energia S.A.	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	97.61
Mahle Metal Leve S.A.	Veiculos e peças	42.2	26.4	28.5	95	275.1	50.6	99.8
Mundial S/A . Produtos de Consumo	Siderur & Metalur	86.3	50.5	0	0	0	39.3	80.66
Industrias Romi S.A.	Máquinas Indust	40.8	41.3	33.5	32.2	35.7	128.1	68.57
Tec Toy S/A	Outros	0	0	0	0	0	0	76.36
Santista Textil S.A.	Textil	102.7	33.4	37.3	50.7	45.5	0	100

Fonte: construída a partir de dados do Economática®.

(continua)

Tabela 1 – (continuação) Empresas selecionadas por volume de negociação

Nome Completo	Setor	Payout						Conc.
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Distrib Produtos Petroleo Ipiranga S/A	Petróleo e Gas	44.7	35.8	86.8	104.9	104.2	99.8	30.51
Yara Brasil Fertilizantes S/A	Química	0	29.4	28.9	110.6	132.1	0	99.99
Mangels Industrial SA	Siderur & Metalur	23.8	0	23.8	25.3	24.5	25.3	99.92
Politeno Ind e Comercio SA	Química	87.9	47.5	139.4	114.2	73.6	95	100
Globex Utilidades SA	Comércio	30.7	55.9	89.7	35.3	42.1	37.8	88.57
Acos Villares SA	Siderur & Metalur	0	0	0	61.8	74.1	33.1	87.41
Inepar Energia S/A	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	86.33
Petroquímica Uniao S.A.	Química	105.9	1825.7	107.9	50.2	73	65.8	67.97
Wetzel SA	Veiculos e peças	0	0	0	0	0	0	90.25
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	Eletroeletrônicos	0	0	0	0	0	18.4	72.85
Cia Docas de Imbituba	Transporte Serviç	0	0	0	0	0	0	95.07
Fras.Le SA	Veiculos e peças	56.1	83.5	53.8	32	33.9	33	99.95
Bicicletas Caloi SA	Veiculos e peças	0	0	0	0	0	0	97.6
Telemig Celular S.A.	Telecomunicações	35.4	60.4	34	37.4	39.5	51.2	89.18
Const Sultepa SA	Construção	24.7	0	24.7	0	0	30.3	87.85
Itautec S.A.Grupo Itautec	Eletroeletrônicos	187.8	29.9	83.8	39	28.2	31.4	93.96
Petroflex Industria e Comercio S.A.	Química	0	0	5.9	52	33.5	53.8	50.35
Elekeiroz S/A	Química	0	0	36	28.8	32.7	29.5	94.7
Joao Fortes Engenharia SA	Construção	0	0	0	0	0	0	32.39
Teka Tecelagem Kuehnrich SA	Textil	24.5	0	0	0	0	0	91.8
Cia Energ de Pernambuco	Energia Elétrica	95	95	95	24.5	123.1	95	99.61
Metisa Metalurgica	Siderur & Metalur	31.9	28.3	31.5	28.3	32.3	35.6	84.98
Dixie Toga S.A.	Outros	0	35	27.7	25.2	24.6	24.6	100
Amazenia Celular S.A.	Telecomunicações	0	0	110.4	0	0	0	89.79
Cia. Distrib. de Gas do Rio de Janeiro	Petróleo e Gas	45.3	0	42	47.5	45.6	45.6	88.72
Minupar Participacoes SA	Alimentos e Beb	0	0	0	0	0	0	85.91
Mendes Jr	Construção	0	0	0	0	0	0	94.87
Cia Energ de Brasília	Energia Elétrica	24.4	0	0	0	0	0	89.27
Const Lix da Cunha SA	Construção	25	25	870.7	0	0	0	77.52
Cpfl Geracao de Energia S/A	Energia Elétrica	23.3	0	95	95	47.2	95	98.53
Consortio Alfa de Administracao S.A.	Outros	20.8	13.8	25.2	29.7	19.3	15.4	93.85
Grazziotin SA	Comércio	28.4	27.3	27	46.9	80.6	43.5	87.62
Cafe Soluvel Brasilia SA	Alimentos e Beb	0	0	0	0	0	0	66.93
Whirlpool S.A.	Eletroeletrônicos	1994.2	80.5	43.9	99.8	55.6	28.6	97.88
Alfa Holdings S.A.	Outros	25.8	15.8	28.6	32.5	20.5	17.7	92.86
Cia Eletricidade da Bahia	Energia Elétrica	57.1	59.5	106.6	117.8	95	95	97.93
Vicunha Textil S.A.	Textil	0	0	0	0	0	0	93.58
Cia Hering	Textil	0	0	0	0	0	0	46.01
Dimed SA Distribuidora de Medicamentos	Comércio	40.3	0	39.9	34.8	31.3	30.6	23.64
Elektro Eletricidade e Servicos S/A	Energia Elétrica	0	0	0	0	92.5	95	99.97
Rasip Agro Pastoril s a	Agro e Pesca	0	25.2	0	47.7	0	32.4	94.45
Centrais Eletricas Matogrossenses S.A.	Energia Elétrica	0	0	0	0	0	0	92.92
Monteiro Aranha SA	Outros	170.9	113.4	27.1	76.7	80.7	132.2	34.38
Sansuy SA Ind.De Plast.Em Rec.Judicial	Outros	78.3	0	0	0	0	0	79.35
Tekno S.A. Industria e Comercio	Siderur & Metalur	28.4	30.6	35.7	39.1	49.6	39.8	75.64
Tupy SA	Veiculos e peças	29.3	0	10.9	28	0	0	69.19
Sergen Servs Gerais de Eng SA	Construção	24.6	27.2	0	0	0	0	94.14
Cia Cacique Cafe Soluvel	Alimentos e Beb	24.4	24.3	27.4	27.6	24.3	25.1	88.83
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel	Alimentos e Beb	35.1	36.3	33	50.8	476.9	62.9	73.69
Karsten S.A.	Textil	100.1	40.3	47.9	40.8	48	0	77.86
Refinaria de Petroleo de Manguinhos S.A.	Petróleo e Gas	28.1	75.3	96.7	93.2	0	0	85.87
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	Química	23.8	23.8	23.8	58.3	107	29.8	99.04
Tecnosolo S/A	Outros	0	0	0	2.4	55.3	28.1	45.45

Fonte: construída a partir de dados do Economática®.

Na tabela 1 pode ser observado que algumas empresas apresentam *payouts* superior a 100 %. Utilizando-se do raciocínio lógico, pode-se inferir que o *payout* é a parcela relativa ao lucro da empresa que é distribuída por meio de dividendos. Ou seja, o correto seria que esse indicador

variasse de 0 a 100 (uma empresa pode distribuir nenhum lucro – neste caso o payout seria 0, ou distribuir todo o lucro que obteve naquele exercício – neste caso seria 100).

Esse fato gera questionamentos, uma vez que foge do racional uma empresa distribuir mais do que todo o lucro que adquiriu em um resultado. O que pode se inferir é que essas empresas que distribuem dividendos superiores aos seus lucros o fazem com algum objetivo que acaba distorcendo a realidade dos dados obtidos para aquele exercício.

Por meio do estudo de prospectos de empresas em abertura de capital (OPA – Oferta Pública de Ação) e leituras do IAN, pode se perceber que a Lei das S.A. permite que empresas acumulem lucros em alguns casos “especiais”, como as denominadas reservas legais, de lucros, reservas de contingências, dentre outros mecanismos que possibilitam a empresa diminuir o *dividend payout* em um exercício utilizando-se de mecanismos legais, ou mesmo aumentar para valores que não correspondam aos lucros de um determinado exercício valendo-se de lucros acumulados em anos anteriores.

Com o intuito de evitar tais discrepâncias, e pela possibilidade desses valores não terem sido gerados dentro do período pesquisado, serão excluídas empresas que possuam valores médios dos dividendos pagos extremados para o seu setor. A tabela 2, apresenta todas as empresas que encaixam-se nesse perfil dentro da base de dados selecionada.

Tabela 2– Empresas outliers

Nome da Empresa	<i>Payout</i> médio 2001-2006	Concentração percentual dos 3 maiores acionistas	Setor
Telemar N L	321,52	97,36	Telecomunicações
Aracruz	383,13	84	Papel e Celulose
Souza Cruz	96,6	75,26	Outros
Klabin S/A	34,2	79,52	Papel e Celulose
Tractebel	78,8	78,73	Energia Elétrica
Suzano Papel	44,5	99,99	Papel e Celulose
Confab	89,43	99,31	Siderúrgica e Metal
Unipar	27,8	74,81	Química
Ultrapar	66,3	95,43	Química
Fosfertil	53,7	92,5	Química
Bombril	0,18	100	Química
Eternit	93,6	30,99	Minerais
Copesul	5108,1	74,55	Química
Metal Leve	86,3	99,8	Veículos e Peças
Yara Brasil	50,2	99,99	Química
Politenor	92,9	100	Química
Trafo	3,06	72,85	Eletroeletrônico
Itautec	66,7	93,96	Eletroeletrônico
Petroflex	24,2	50,35	Química
Elekeiroz	21,2	94,7	Química
Cia e. Pernambuco	103,8	99,61	Energia Elétrica
Lix da Cunha	153,4	77,52	Construção
Whirlpool	383,8	97,88	Eletroeletrônico
Monteiro Aranha	100,2	34,38	Outros
Millennium	44,4	99,04	Química
Número de observações		25	

Fonte: Economatica

As empresas na Tabela 2 foram excluídas por apresentarem *payouts* ajustados por setor, fora dos valores entre estabelecidos como razoáveis para o seu setor. Essas empresas *outliers* apresentam alta concentração, em média os 3 maiores acionistas detêm 84,1% das ações ordinárias e pode ser observado que as empresas do setor químico se destacam quando analisado o percentual do lucro distribuído em relação ao lucro auferido em um ano específico.

Observa-se por meio da Tabela 3, que todas as observações consideradas *outliers* se situaram abaixo do valor de 10% e acima do valor de 90%.

É importante salientar que os números negativos na Tabela 3 não indicam que a empresa está distribuindo um lucro negativo, e sim que a empresa tem um *payout* inferior a média do setor em que ela se encontra. Por outro lado, um *payout* positivo indica que a empresa está distribuindo, em média, um percentual maior dos lucros do que a média do seu setor.

Tabela 3- Distribuição dos *Payouts* médio ajustados por setor

Distribuição	Percentil	Valor
1%	-168.6234	-178.3656
5%	-160.8609	-168.6234
10%	-35.29348	-167.3905
25%	-18.96968	-162.8863
50%	-5.511319	
75%	8.586391	101.436
90%	20.48214	108.7819
95%	70.09676	219.1678
99%	219.1678	4946.245
Total de observações		120
Desvio padrão		455.4945
Média		31.17299

Fonte: Elaboração própria

As tabelas 4, 5 e 6 apresentam as regressões ajustadas por setor sem as empresas que são caracterizadas como *outlier*.

Por meio da análise da tabela 4, observa-se que os coeficientes das variáveis TE (tamanho da empresa) e CONC 3 (percentual de controle retido pelos 3 maiores acionistas) são significantes ao nível de 0,05, demonstrando que o tamanho da empresa afeta positivamente a distribuição dos dividendos e a concentração do controle afeta negativamente, entretanto, o valor do R^2 é de apenas 0,0996, ou seja, essa regressão garante um melhor poder explicativo.

$$Y' = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \beta_4 * CONC3 + \varepsilon \quad (4)$$

Tabela 4 – Valores obtidos para o *payout* médio ajustado 2001-2006

Payout médio ajustado 2001-2006	Robust Coef.	Std. Err.	t	P> t
TE	.5091139	.2169031	2.35	0.021*
CRESC	.9659561	3.103297	0.31	0.756
CONC3	-.1632678	.0680949	-2.40	0.019*
Cons	.2594253	6.53584	0.04	0.968
Total de observações				94
R^2				0.0996

* significante a 5%

Fonte: Elaboração Própria

Contudo na tabela 5 a inserção da variável AC50 (maior acionista com mais de 50% das ações ordinárias altera positivamente o valor do R^2 que sobe para 0,1570 ampliando bastante o poder explicativo da regressão. O coeficiente da variável AC50 é significativo ao nível de 0,05.

$$Y' = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \alpha_1 * AC50 + \varepsilon \quad (5)$$

Tabela 5 – Valores obtidos para o *payout* médio ajustado 2001-2006

Payout médio ajustado 2001-2006	Robust		t	P> t
	Coef.	Desv. Padrão		
TE	.5255755	.2285174	2.30	0.024*
CRESC	.7751928	2.943928	0.26	0.793
AC50	-10.1833	2.651479	-3.84	0.000*
Cons	-6.02311	3.364634	-1.79	0.077
Total de observações			94	
R²			0.1570	

* significante a 5%

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 6 analisa o índice *payout* em relação às variáveis de concentração e as variáveis de perfil dos acionistas controladores.

$$Y' = \beta_1 + \beta_2 * TE + \beta_3 * CRESC + \beta_4 * AC50 + \alpha_1 * GRUPO + \alpha_2 * CAAD + \alpha_3 * CAFA + \alpha_4 * CACO + \alpha_5 * CAIF + \alpha_6 * FUND + \alpha_7 * ACPRIV + \varepsilon \quad (6)$$

Tabela 6 – Valores obtidos para o *payout* médio ajustado 2001-2006

Payout médio ajustado 2001-2006	Robust		t	P> t
	Coef.	Desv. Padrão		
TE	,7590909	,2589707	2,93	0,004*
CRESC	,2441017	3,076196	0,08	0,937
AC50	-7,274299	3,259251	-2,23	0,028*
GRUPO	1,356373	3,458322	0,39	0,696
FUND	1,199047	6,473943	0,19	0,854
ACPRIV	-4,668148	6,769674	-0,69	0,492
CAAD	7,688095	4,030857	1,91	0,060*
CAFA	-4,025781	5,070382	-0,79	0,430
CEO	-4,450102	5,539299	-0,80	0,424
CACO	-1,240028	3,435255	-0,36	0,719
CAIF	,1167644	3,905865	0,03	0,976
GOV	-12,14247	5,479309	-2,22	0,029*
CONS	-10,02981	5,61734	-1,79	0,078
Total de observações			94	
R²			0.2506	

* significante a 5%

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados obtidos na tabela 6 são, sem dúvida, os mais importantes e explicativos do ponto de vista do objetivo central dessa pesquisa. Pois são analisadas as variáveis explicativas do perfil dos acionistas controladores.

Observa-se que esta regressão aumentou consideravelmente seu poder explicativo, alcançando um R^2 superior a 0,25. O coeficiente da variável TE (tamanho da Empresa) mostrou-se mais uma vez significativo ao nível de 5%, corroborando com o consenso acadêmico que afirma que empresas já estabelecidas tendem a pagar mais dividendos que empresas em fase de expansão.

O coeficiente da variável CRESC (empresas com altas taxas de crescimento em vendas), entretanto, não se mostrou significativo ao nível de 5%. De acordo com Faccio et al. (2001), empresas com altas taxas de crescimento em suas vendas tendem a reter caixa para que possam expandir sua capacidade produtiva. Entretanto, a variável criada neste trabalho não confirmou esta tese.

O coeficiente da variável AC50 (maior acionista com mais de 50% dos votos) se mostrou significativo ao nível de 5%, corroborando com a idéia que empresas com alta concentração de poder em sua composição da estrutura de controle acionário tendem a distribuir menos dividendos. Esse resultado não trouxe surpresa pois países com mercado de capitais regidos pela lei do direito civil (*civil law*) tendem a distribuir menos dividendos como foi apontado no capítulo três dessa dissertação.

O coeficiente da variável GRUPO (acionista controlador faz parte de um conglomerado de empresas) não se mostrou significativo contrariando a idéia proposta de que prejuízos em uma das companhias pudessem ser financiados por outras dentro do mesmo grupo.e que empresas controladas por um mesmo acionista tendem a desviar recursos de uma para a outra.

O coeficiente da variável FUND (acionista controlador é fundação ou associação) não se mostrou significativo ao nível de 5%, indicando que o fato do acionista controlador ser um fundo ou associação não influencia em nada o aumento ou diminuição da distribuição dos lucros pela empresa aos seus acionistas, assim como, os coeficientes das variáveis CAFA (existem mais de dois acionistas controladores no conselho administrativo da firma com o mesmo sobrenome), CEO (diretor-presidente ou vice-diretor-presidente é um dos acionistas controladores, CACO (maior acionista controlador é outra firma), CAIF (maior acionista controlador é um banco, empresa de seguros, fundo ou empresa de investimento) não demonstraram exercer nenhum influência sobre o *dividend payout*.

Os resultados para os coeficientes das variáveis CAAD (acionista controlador é um acionista privado e faz parte do conselho de administração) e GOV (acionista controlador está em alguma esfera de governo, a união ou outro órgão governamental) mostraram significantes ao nível de 5 % .

Na tabela 7, podem ser observadas todas as empresas da amostra onde o acionista controlador é um acionista privado e faz parte do conselho de administração. Os resultados obtidos para essas empresas indicam que empresas que contam com acionistas controladores que são acionistas privados e fazem parte do conselho de administração as empresas tendem a distribuir uma alta parcela dos lucros auferidos como dividendos.

Não foi observado o, chamada, efeito “entrenchment” que acontece quando os acionistas se valem do direito de controle para auferirem benefícios privados em detrimento da expropriação dos acionistas minoritários.

Tabela 7 – Empresas com Acionistas Controladores no Conselho de administração

Nome da Companhia	Sector Industrial	Concentração dos 3 Maiores Acionistas
LOJAS AMERICANAS S.A	Comércio	69,63
UNIPAR	Química	74,81
MARCOPOLO S.A.	Veículo e Peças	56,31
CYRELA BRAZIL REALTY	Construção	45,87
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	Outros	63,86
GLOBEX	Comércio	88,57
WETZEL	Veículos e peças	90,25
METISA METALÚRGICA	Siderurgia e Metalurgia	84,98
CIA. HERING	Têxtil	46,01
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Comércio	23,64
MONTEIRO ARANHA	Outros	34,38
TEKNO	Siderurgia e Metalurgia	75,64
SERGEN SERVIÇOS GERAIS DE ENGENHARIA	Construção	94,14
REFINARIA DE PETRÓLEO DE MANGUINHOS	Petróleo e Gás	85,87
TECNOSOLO	Outros	45,45

Fonte: Elaboração própria

Na tabela 8, podem ser observadas todas as empresas da amostra onde o acionista controlador está em alguma esfera de governo, a união ou outro órgão governamental. Os resultados obtidos para essas empresas indicam que empresas que contam com o governos, união ou outro órgão governamental no controle tende a distribuir menos dividendos como parcela do lucro.

As empresas listadas na Tabela 8 contam com algo em comum, a grande maioria está no setor de energia elétrica e as demais estão no setor de infra-estrutura.

Tabela 8 – Empresas com o Governo como Acionista Controlador

Nome da Companhia	Sector Industrial	Concentração dos 3 Maiores Acionistas
PETRÓLEO BRASILEIRO	Petróleo e Gás	55,71
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS	Energia Elétrica	73,81
CEMIG	Energia Elétrica	83,94
COPEL	Energia Elétrica	85,04
CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA	Energia Elétrica	92,08
ELETROPAULO METROPOLITANA EL.S.PAULO	Energia Elétrica	97,84
CESP	Energia Elétrica	96,19
CTEEP (CIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA)	Energia Elétrica	86,3
CIA. DE SANEAMENTO DO PARANÁ	outros	99,71
EMAE (EMPRESA METROPOLITANA DE ÁGUAS E ENERGIA)	Energia Elétrica	97,61
CIA ENERGÉTICA DE BRASÍLIA	Energia Elétrica	89,27

Fonte: Elaboração própria

Em relação aos resultados obtidos pela Tabela 6, onde são apresentados os resultados para a presente pesquisa, vale ressaltar que foram realizados teste para a verificação dos pressupostos necessários para a validação dessa regressão. Como o modelo é uma cross-section ele não apresenta problemas de autocorrelação. Entretanto, Cross-sections são caracterizadas por problemas de heteroscedasticidade. A regressão (6) foi corrigida para problemas de heteroscedasticidade.

Os resíduos foram analisados para a constatação de sua normalidade. De acordo com o teste de normalidade (figura 1) dos resíduos foi possível verificar que a distribuição dos resíduos da regressão (9) não são significativamente diferentes, pelo contrário são bastante próximos indicando que esta regressão se encaixa nos critérios estabelecidos para a sua aceitação.

Na figura 1, observa-se que a distribuição medida pela densidade estimada de Kemel se aproxima bastante da distribuição Nomal, apontada no gráfico.

Figura 1 - Teste de Normalidade dos Resíduos.

Fonte: Elaboração própria

A Figura 2 é o “Q-Q plot”. Este gráfico plota os quantis da distribuição dos resíduos e os quantis da distribuição da distribuição normal (indicada pela linha diagonal). Por meio da observância dos pontos sobrepunando a reta pode se inferir que a distribuição dos resíduos é normal.

Por meio da Figura 2, pode ser facilmente observado que os pontos se aproximam razoavelmente da reta. Entretanto, vale ressaltar que ao se distanciar do valor zero (0), esses valores começam a se afastar mais da linha diagonal.

Figura 2 - Distribuição dos Resíduos

Fonte: Elaboração Própria

O Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk testa se os resíduos são normalmente distribuídos. Na Tabela 9, segue o teste de normalidade de Shapiro-Wilk;

Tabela 9 – Teste de normalidade de Shapiro-Wilk

W'	teste	Para a normal	data
W	V	z	Prob>z
0.98608	1.092	0.194	0.42297
Total de observações			94

A hipótese nula deste teste é de que a distribuição é normal. Portanto, para a distribuição ser normal, o p-valor tem de ser menor que o nível de significância escolhido. Portanto se o nível de significância for 0,05 (5%), com 0.42297 não se pode rejeitar a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Semelhantemente, o teste de Shapiro-Francia (tabela 10) também é utilizado para a verificação da mesma informação.

Tabela 10 – Teste de normalidade de Shapiro-Francia

W'	teste	Para a normal	data
W'	V'	z	Prob>z
0.98997	0.861	-0.306	0.62015
Total de observações			94

Novamente, não se pode rejeitar a hipótese de que os resíduos são normalmente distribuídos porque 0.62015 é maior que o nível de significância de 5% (0,05) estabelecido para o presente estudo.

6. CONSIDERAÇÕES E CONCLUSÃO

Em relação às hipóteses propostas no início do trabalho, foi confirmada a hipótese inicial que a concentração dos direitos de voto pelo acionista controlador em mais de 50% demonstra estar associada com níveis mais baixos de dividendos como proporção dos lucros. Esse dado corrobora a teoria que afirma que em mercados de capitais onde as empresas possuem uma estrutura de controle altamente concentrada tende a distribuir menos lucros para os seus acionistas por meio da política de dividendos.

A segunda hipótese que afirmava que as empresas com membros da mesma família no seu conselho de administração da companhia distribuiriam menos dividendos como percentual do lucro líquido auferido pela empresa não foi confirmada econometricamente. Este resultado obtido depõe contra a hipótese de que uma empresa com uma estrutura de controle familiar seria mais propícia a expropriar os acionistas minoritários por meio de políticas de distribuição de lucro inferior ao que poderia ser esperado como justo.

A terceira hipótese referente à influência que os diferentes perfis de acionistas controladores teriam sobre a política de dividendos adotada pela empresa foi confirmada apenas para as variáveis que representam o maior acionista controlador privado que também faz parte do conselho de administração da firma (CAAD), e outra representando o maior acionista controlador como fazendo parte governo, a União ou outro órgão governamental (GOV).

O Fato das empresas que contam com acionistas privados no seu conselho de administração ter apresentado o coeficiente da variável CAAD significativo ao nível de 5% depõe contra a hipótese de *entrenchment* que afirma que em algumas situações, os acionistas controladores podem usar seu poder e influência para distribuir menos lucro para os acionistas como um todo, utilizando-os em benefício próprio.

Foi observado por meio da tabela 7 que mesmo a alta concentração na estrutura de controle dessas empresas não faz com que elas paguem menos dividendos. Ao contrário, dividendos mais fartos são distribuídos, o que não contradiz a teoria de maximização da utilidade, uma vez que esses administradores ao pagar fartos dividendos estão se beneficiando dessa atitude por serem grandes acionistas dessas empresas.

Em relação a informação observado na Tabela 8, vale lembrar, que o governo por meio da Lei nº 9.530, de 10 de Dezembro de 1997, demonstrou forte interesse em relação à distribuição de dividendos gerados por empresas estatais. Tendo determinado que a receita do Tesouro Nacional proveniente do pagamento de dividendos pelas empresas estatais seria destinada à amortização da dívida pública federal. Sendo que esta lei foi logo seguida pelo Decreto nº 2.673, que, entre outras coisas, fixou em 25% o percentual mínimo do lucro líquido do exercício a ser distribuído sob a forma de dividendos pelas estatais.

No entanto essas empresas distribuírem poucos dividendos, vale lembrar que as empresas listadas na tabela 8 são predominantemente do setor de infra-estrutura, com ênfase significativa para o setor de energia elétrica.

Essas empresas estão sujeitas a fatores conjunturais e estruturais. Além de outros fatores que podem justificar políticas públicas.

Em relação às empresas descartadas da base de dados selecionada, as *outliers*, por meio de estatística descritiva (tabela 2) observa-se que um grande número de empresas do setor Químico estão entre as que apresentarem *payouts* ajustados por setor, fora dos valores estabelecidos como razoáveis para o seu setor. Como o intuito do presente trabalho não foi realizar uma investigação sobre os *outliers* da amostra algumas perguntas ficam mais uma vez deixadas para que outros pesquisadores possam respondê-las.

O coeficiente da variável (TE) que mede o tamanho da empresa por meio do seu Logaritmo natural do valor de livro se mostrou significativo ao nível de 5%, corroborando com a tese de que empresas grandes distribuem mais dividendos do que empresas pequenas, possivelmente porque elas lutando para se estabelecerem no mercado precisam que os lucros auferidos sejam reinvestidos em sua atividade produtiva.

Concluindo, esta pesquisa confirma que alguns perfis de acionistas controladores podem influenciar à política de distribuição de dividendos da empresas conforme os resultados auferidos para as seguintes variáveis: acionista controlador com mais de 50% dos votos (AC50), tamanho da empresa (TE), acionista controlador fazendo parte do governo (GOV) e acionista controlador fazendo parte do conselho de administração (CAAD).

Por fim, vale enfatizar que as conclusões desse trabalho são contribuição originais à literatura e, portanto, acredita-se que por ser um tema pouco estudado no Brasil, pode servir como base para futuros trabalhos de pesquisa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRUTYN, S.; TURNER, R. W. Taxes and firms' dividend policies: survey results. **National Tax Journal**, Columbus, v. 43, n. 4, p. 491-96, dez. 1990.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 797-795, dez. 1972.
- ANDERSON, C. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 1, p. 45-84, jan 1999.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004. 25p.
- AHARONY, J; SWARY, I. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 1, p. 1-12, mar. 1980.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BAKER, H. K.; FARRELLY, G. E.; EDELMAN, R. B. A survey of management views on dividend policy. **Financial Management**. Tampa, v. 14, n.3, p. 78-84, out 1985.
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, Lincoln, v. 38, p. 17-35, mar 1999.
- BAKER, H. K.; SMITH, D. M. In search of a residual dividend policy. **Review of Financial Economics**, v.15, n. 1, p. 1-18, 2006.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.; SENBET, L. **Agency problems and financial contracting**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1985
- BEBCHUK, L. A. **A rent-protection theory of corporate ownership and control**, Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999. (NBER Working paper, n. 7203)
- BENNEDSEN, M., WOLFENSON, Daniel. The balance of power in closely held Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 113-139, 2000.
- BLACK, F. The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management**, v.2, p.5-8. 1976.
- BOVESPA. **Informe Técnico - 2001 a 2006- - Resenha Anual**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 18 de jul. 2007
- BRADLEY, M.; CAPOZZA, D. R.; SEGUIN, P. J. Dividend policy and cash-flow uncertainty. **Real Estate Economic**, v. 26, n. 4, p. 455-580, dez.1998.

BROOK, Y.; CHARLTON JR., T.; HENDERSHOTT, R. J. Do firms use dividends to signal large future cash flow increases?. **Financial Management**. Tampa, v 27, n. 3, p. 46-57, out 1998.

BUENO, Artur Franco. **Análise Empírica do Dividend Yield das Ações Brasileiras**. 2000. Dissertação (Mestrado) - 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 da USP (RAUSP)**, São Paulo, v.39, n.4, p. 348-361, out/nov/dez. 2004.

CASAGRANDE, E. E. Teoria do investimento e aplicações para o Brasil, **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 2004.

CHAPLINSKY, S.; SEYHUN, H. N. Dividend and taxes: evidence on tax-reduction strategies. **The Journal of Business**. Chicago, v. 63, n. 2, p. 239-260, Apr. 1990.

CHIRINKO, R. S. Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications. **Journal of Economic Literature**, v. 31, n. 4, p. 1875-1911, 1993.

CHRISTIE, W. G. Are dividend omissions truly the cruelest cut of all?. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Seattle, v. 29, n. 3, p. 459-480, Set. 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The separation of ownership and control in east asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 8, p. 2741-2742, 2002.

CLARK, J. M. Business acceleration and the law of the demand: a technical factor in economic cycles. **Journal of Political Economy**, v. 25, n. 3, p. 217-235, 1917.

COASE, R. The Nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COFFEE, J. C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, 1999. (Working Paper n. 144)

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil: Causas e Consequências. in: vi encontro brasileiro de finanças, 2006

DEMSETZ, Harold. The structure of Ownership and the Theory of the Firm, 1983. In: PUTTERMAN, Luis; KROSZNER, Randall (Orgs). **The Economic Nature of The Firm**. EUA: Cambridge University Press, 1996. p. 345-353.

DEWENTER, K. L.; WARTHER V. A. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 53, n.3, p. 879-904, Jun. 1998.

DHALIWAL, D. S.; Erickson, M.; Trezevant, R. A test of the theory of tax clienteles for dividend policies. **National Tax Journal**. Washington, v. 52, p. 179-194, Jun. 1999.

Dhrymes, P.; Kurtz, M. **Investment, Dividends and External Finance Behavior of Firms, Determinants of Investment Behavior**. New York: Columbia University Press, 1967

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v.74, n.4, p. 650-659, set.1984.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Dividends and Expropriation. **The American Economic Review**, Milão, v. 91, n. 1, p. 54-78, mar. 2001.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics**, v.60, n.1, p.3-43. abr. 2001.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v.26, p.301-325. 1983

FAMA, E. F., Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v.88, n.2, p.288-307, abr. 1980.

FAZZARI, S.; PETERSON, B. Working capital and fixed investment: new evidence on finance constraints. **Randal Journal of Economics**, v.24, n.3, p. 328-42, 1993.

_____; M.; HUBBARD, G.; PETERSEN, B. Financing constraints and corporate Investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.1, p. 141-95, 1988.

FÜERST, O.; KANG, Sok-Hyon. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Working in Progress, v.22, Yale School of Management, New Haven, CT, 2000.

GARCIA, A.L.G. ; BUGARIN, M. S. Incentivos para os administradores de empresas estatais: o papel dos dividendos mínimos obrigatórios e o desenho ótimo de salários. Universidade de Brasília Department of Economics, nov. 2002 (Working Paper n.257)

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2001.

_____; MADURA J. **Administração Financeira: uma abordagem gerencial**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2003.

GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, mai.1963.

GORTON, G.; SCHMID, F. A. Universal banking and the performance of German Firms. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 29-80, 2000.

GRADILONE, C. **A Bolsa em outro patamar: aumenta a importância da bolsa para a economia brasileira**. Exame, São Paulo: Abril, n. 7, p. 98-99, 13 / abr. 2005

GRADILONE, C.; NAPOLITANO, G. **O Brasil descobre a Bolsa publicado em 24/03/2006**. Disponível em: <http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0864/financas/m0081219.html> Acesso em: 23 jul. 2007

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. Traduzido por Ernesto Yoshida. São Paulo: Makron Books, 2000.

HAHN, A. V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. tese(mestrado em ciências contábeis) – Vitória: departamento de contabilidade. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças- FUCAPE, 2005

HALLQVIST, B. Código das melhores práticas de governança corporativa: o conselho de administração. **Revista de Administração**, v. 35, n. 2, p. 72-76, 2000.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: **XXVII ENANPAD, 27º, Anais...**: Atibaia/SP: ANPAD, set. 2003

HIGGINS, R. C. The corporate dividend-saving decision. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v.7, n.2, p. 1527-1541, mar. 1972.

HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W.; HEXTER, J. L. Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. **Financial Management**, Tampa, v.27, n.3, p. 73-82, outono, 1998.

IQUIAPAZA, R.; LAMOUNIER, W.; AMARAL, H. Asymmetric Information and Dividends Payment at Bovespa Centro de Pós- Graduação e Pesquisas em Administração –CEPEAD, Set. 2006. (MPRA Paper n. 1673)

JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover. **The American Economic Review**. v. 76, n. 2, p. 323-329, mai.1986

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p.305-360, jul. 1976.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p.141-186, set. 2000.

KALECKI, M. (1954) **Teoria da Dinâmica Econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 7, Cambridge: Macmillan, 1936.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, p. 1113-55, 1998.

_____; Corporate Ownership around the World. **Journal of Finance**, v.54, p. 471-517, 1999.

_____; VISHNY, R.W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v.55, n.1, p.1-33, fev. 2000.

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Tax-induced trading around ex-dividend days. **Journal of Financial Economics**. Amsterdam, v.16, n.3, p. 287-319, Jul. 1986.

LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance, value, and dividend payout in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank, Working Paper, 2004.

LEAL, R.; VALADARES, S., Ownership and control structure of Brazilian companies. Unpublished Working Paper. 2002. Disponível em < http://www.coppead.ufrj.br/ricardo_leal/publications.html >. Acesso em: 05 set 2004

LEASE, R. C. et al. Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. *The Journal of Finance*. New York, dez. 1978.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-232, dez.1997.

LIMA, I. S.; De LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C. **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, **American Economic Review**, v.46, n.2, p.97-113, mai.1956.

LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. **Quarterly Journal of Business and Economics**. Lincoln, v. 24, p. 19-29. Summer. 1985
Disponível: <http://www.umi.com/proquest> [capturado em 18 jan. 2002].

LONG, M. S.; MALITZ, I. B.; SEFCIK, S. E. An empirical examination of dividend policy following debt issues. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v.29, p. 131-44, mar. 1994.

LOPES, A. B. A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). – São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2001.

LOSS, L.; NETO, A. S. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 39 - 53, out. 2003,

MANUEL, T. A.; BROOKS, L. D.; SCHADLER, F. P. Common stock price effects of security issues conditioned by current earnings and dividend announcements. **The Journal of Business**. Chicago, vol. 66, n. 4, p. 571-593, Out. 1993.

MAURY, C. B.; PAJUSTE, A. Controlling Shareholders and Agency Problems in Finland. **The Finnish Journal of Business Economics**, v.51, p. 15-45, 2002.

McCABE, G. M. The empirical relationship between investment and financing: a new look. **Journal of Finance and Quantitative analysis**. v.14, n.1, p. 119-135, mar. 1979.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. Panorama de Governança Corporativa no Brasil. São Paulo, 2001.

MICHAELY, R. Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 tax reform act. **The Journal of Finance**. New York, v.46, p. 845-859, Jul. 1991.

MICHAELY, R., ROBERTS, M. Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: lessons from the dividend policies of private firms”, Unpublished working paper, 2006

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.

MONACO, D. C., Estudo da Composição dos Conselhos de administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil. São Paulo, 2000. 177 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PROCIANOY, J. L. 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 em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994

PROCIANOY, J., COMERLATO, G. Proposta de um Método para Verificação de Evidências de Transferência de Lucro entre Empresas Similares de Capital Aberto de um Mesmo Grupo Econômico, *Proceedings*, ENANPAD, 1994.

ROE, Mark. **Strong managers weak owners: the political roots of American corporate finance**. 2. ed. Princeton, Nova Jersey: Princeton University Press, 1994.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia**. 20 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ROZEFF, M. Growth, Beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **The Journal of Financial Research**, v.5, n.3, p. 249-259. 1982.

SAITO, R. Differential pricing of equity classes, majority control and corporate governance: evidence from brazilian privatized companies. 2000. (Relatório de pesquisa)

SANT, R. COWAN, A. R.. Do dividend signal earnings? The case of omitted dividends. **Journal of Banking & Finance**. Amsterdam, v. 18, p. 1113-1 133, dez. 1994.

SANVICENTE, A. Z. Interação do mercado de opções com o mercado à vista de ações. IBMEC, 1996. (mimeo)

CORNELL, B.; SHAPIRO, C. Corporate stakeholders and corporate finance **Financial Management**, v. 16, n. 1, pp. 5-14, 1987

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 94, n.3, p. 461-488, jun.1986.

SHORT, H.; ZHANG, H.; KEASEY, K. The link between dividend policy and institutional Ownership. **Journal of Corporate Finance**, v.8, n.2, p.105-122. 2002.

SIFFERT, F. N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, v.5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVA, J. C.; LIMA, M. R.; BRITO, R. D. Sobre o crescimento da remuneração direta aos acionistas: economia de impostos ou mudanças nas características das firmas. In: 5º Encontro

SILVEIRA, A. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.

SIQUEIRA, T. V. de. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.5, n.10, p. 37-62, dez. 1998.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.59 n.4, p.635-674, dez. 2005

VALADARES, S. M. **Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras**. In M.BONOMO (Org.). *Finanças Aplicadas ao Brasil*, Rio de Janeiro: FGV Editora, p. 275 a 298, 2002.

VOGT, S.C.. The cash flow / investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. **Financial Management**. Tampa, v. 23, n. 2, p. 3-20, 1994

ZENG, T. The determinants of dividend policy: Canadian evidence, Rio de Janeiro. *Anais da Thirteenth Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues*. Rio de Janeiro : FIPECAFI, 2001. p. 296-299.