



www3.unicentro.br

Revista Capital Científico – Eletrônica (RCCe)

ISSN 2177-4153

Disponível em: revistas.unicentro.br/index.php/capitalcientifico/index



www3.unicentro.br/ppgadm/

Distribuição de dividendos e estrutura de propriedade e controle: uma investigação de empresas Brasileiras

Dividend distribution and ownership and control structure: an investigation of Brazilian companies

**Victor Hugo Teodoro Ferreira de Sousa¹, Antonio Sergio Torres Penedo²
e Vinicius Silva Pereira³**

¹ Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Mestrado em Finanças e Controladoria, e-mail: victorh.teodoro@hotmail.com

² Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Doutorado em Engenharia de Produção, e-mail: penedo@ufu.br

³ Universidade Federal de Uberlândia, Brasil, Doutorado em Administração, e-mail: viniuss56@ufu.br

Recebido em: 20/08/2021 - Revisado em: 04/03/2022 - Aprovado em: 13/06/2022 - Disponível em: 01/10/2022

Resumo

O Brasil apresenta várias peculiaridades quanto à distribuição de dividendos. Paralelamente a isso, a formação das empresas de capital aberto, apresentam uma estrutura de propriedade e controle concentrada, familiar e piramidal. O objetivo desse trabalho foi, mediante este contexto, examinar a relação entre os pagamentos dos proventos e a concentração de propriedade e controle. Além disso, verificar se a identidade e o país de origem dos principais acionista podem influir nessa relação. A amostra compreende todas as empresas com ativos negociados na B3 no período de 2010 a 2017. As hipóteses foram testadas a partir de regressões múltiplas com dados em painel. Os resultados apontam uma relação positiva entre a distribuição de dividendos e a concentração de ações votantes do maior acionista e relação negativa com a concentração dos cinco maiores e a concentração média setorial. Ademais, foi achada uma relação positiva entre os dividendos com o segundo maior acionista quando este é um investidor institucional.

Palavras-chave: Dividendos; Estrutura de Controle e Propriedade; Teoria da Agência

Abstract

Brazil has several peculiarities regarding the distribution of dividends. Parallel to this, the formation of public companies, presents a structure of ownership and control concentrated, familiar and pyramidal. The objective of this work was, through this context, to present a relation between the payments of profits and a concentration of ownership and control. In addition, to verify if the identity and the country of origin of the main responsible ones can influence the relation. A sample may have been traded on B3 between 2010 and 2017.

The indicators are a positive relationship between the distribution of dividends and a concentration of voting shares of the largest shareholder and a negative relation with the highest of the five largest and an industry average . In addition, a positive relationship was found between dividends and the second largest shareholder when this is an institutional investor.

Keywords: Dividends; Ownership Control and Structure; Agency Teory.

1. Introdução

As decisões da distribuição de dividendos são um dos componentes fundamentais da estratégia das organizações e foram vistas como uma questão de interesse na literatura financeira. Segundo Denis e Stepanyan (2009), o pagamento de dividendos que é uma das recompensas aos investidores, é determinado por fatores que depende das características das firmas e peculiaridades do mercado ao qual a empresa está inserida.

Para Smith (2009), na teoria, a distribuição de dividendos se dá através dos resíduos do fluxo de caixa livre após feitos todos os investimentos da firma. Entretanto, autores como Grossman e Hart (1980); Easterbrook (1984) e Jensen (1986) pressupõe, que algumas empresas paguem proventos para superar o problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle, uma vez que, o direcionamento recursos do fluxo de caixa não é consenso entre os acionista e gestores.

Em grandes corporações, a maioria dos investidores não têm capacidade ou incentivo para monitorar e controlar todas as atividades gerenciais, e acabam sendo reféns das decisões dos gestores. Neste aspecto, a forma como a empresa está estruturada, tende a sugerir o planejamento da política de dividendos da firma (Mukherjee, 2009).

A Teoria da Agência de Jensen e Meckilng (1970), já demonstrava que a divergência de interesse entre os agentes gerava custos as companhias. Esses conflitos que são gerados tanto entre acionistas e gestores, como também entre acionistas majoritários e minoritários, tem sua raiz na assimetria de informação e na destinação do fluxo de caixa livre, tornando a distribuição de dividendos um mecanismo capaz de reduzir estes custos. (Watts, 1973; Bhattacharya,1979; Easterbrook, 1984; Lin, et al.,2016).

Segundo Kouki e Guizani (2009), os diretores detêm todas as informações das empresas e nem sempre as repassam em sua plenitude para os acionistas. Há também uma diferença na qualidade da informação que chega a cada classe de acionista. Neste sentido, a estrutura de propriedade e controle da firma é decisiva para um melhor monitoramento dos gestores pelos acionistas.

A Estrutura de Propriedade corresponde à distribuição de ações entre acionistas. Muitos autores argumentam que, dependendo de como a posse das dos ativos se aglutinam, maior será a necessidade de governança e maior o poder de dividendos sobre problemas de agência (Filbeck & Mullineaux, 1999; Farinha, 2003; Barclay; Holderness & Sheenhan, 2008; Lepetit, et al., 2017).

Para os acionistas minoritários, exercer o controle sobre os gestores é praticamente impossível. Assim, sua segurança fica à deriva do regime legal existente no país. Com isso,

em países com baixa proteção legal, investidores acabam procurando empresas com boas práticas de governança corporativa (La Porta et al., 1999).

O equacionamento dos problemas de agência em toda a sua complexidade segue como um desafio a ser vencido. De acordo com Miller e Rock (1985); Lunawat (2016) e Tsui-Jung et al. (2017) os pagamentos de dividendos servem como uma ferramenta de construção de reputação do gerente, no qual uma distribuição constante dos proventos cria forte confiabilidade dos investidores com a diretoria

La Porta et al. (2000) fizeram um estudo em vários países, e descobriram que o tipo de legislação (Comum *Law* ou *Civil Law*) afeta a distribuição de proventos. Em locais onde não há um amparo da legislação os conflitos de agencia são agravados. Segundo Aivazian e Booth (2003), Em alguns países de mercados emergentes, o governo obriga a o pagamento de dividendos para tentar suprir a falta de proteção legal dos acionistas minoritários.

No Brasil, o mercado de capitais teve o desenvolvimento lento e ainda se situa numa posição frágil ao se comparar com países europeus e norte-americanos (Marcos & Barbosa, 2003; Potin et al., 2016). Segundo Martins e Famá (2012), o país apresentou fases que particularizou a visão dos dividendos como: período de instabilidade monetária; crescimento significativo da bolsa de valores e a relevância da governança corporativa.

Em se tratando de empresas brasileiras, há ressalvas quanto a conclusões de estudos internacionais, isso porque o país possui especificidades, no tocante a política de dividendos (Decourt & Procianoy, 2012). Segundo estes autores quatro fatores chamam a atenção para dividendos nos Brasil: (a) existência de dividendo mínimo obrigatório; (b) possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio; (c) grande concentração da propriedade; e (d) dividendos, numa visão fiscal são mais vantajosos que recompra de ações.

Na América Latina, o nível de proteção dos investidores é baixo (direito civil francês) com proteção mais baixa do que os países de direito civil médio (Chong & López-De-Silanes, 2007), fornecendo um estudo de caso interessante para testar não apenas a propriedade tradicional relação de pagamento de concentração / dividendos, mas também o impacto que os poderosos acionistas têm sobre essa relação.

Dentro deste contexto, este estudo tem o intuito de compreender como a estrutura de propriedades e controle das empresas brasileiras listadas na Bovespa pode afetar a decisão de distribuição dos lucros do exercício?

Para tal, utilizou o trabalho de Gonzales et al. (2017) como base, no qual, analisou os efeitos da concentração de propriedade na composição dos dividendos em alguns países da América Latina inclusive o Brasil. O diferencial desta pesquisa situa-se nas limitações do artigo base como o incremento dos Juros sobre capital próprio como medida de distribuição de proventos.

Além disso, a medida de concentração será referente a concentração do controle baseado nas ações com direito a voto. Empresas que adotam esse mecanismo acabam separando o direito ao fluxo de caixa do direito ao voto aumentando a concentração de controle e permitindo uma maior chance de expropriar os proprietários menores (Bortolon & Leal, 2014).

O principal objetivo deste artigo é investigar a relação entre política de dividendos e estrutura de propriedade de empresas brasileiras de capital aberto. Quanto aos objetivos específicos são: Analisar a relação entre concentração acionaria (ações com direito a voto)

e o pagamento de dividendos, e também se a identidade ou nacionalidade do acionista controlador influi nessa relação.

2. Revisão da Literatura

As decisões corporativas dos gestores financeiros se dividem em duas grandes categorias: decisões de investimento e decisões de financiamento. A política de dividendos se refere ao quanto do lucro obtido no exercício será reinvestido em projetos da empresa e o quanto será distribuído aos acionistas, ou seja, permeia-se entre as duas decisões (BAKER, 2009).

Desde o artigo seminal de Modigliane e Miller (1961), no qual, os autores argumentam que a Políticas de Dividendos era irrelevante para o valor da empresa, dado um cenário de mercado perfeito, os dividendos têm sido bastantes pesquisado e debatido. Para Baker e Weigand (2015) o fator mais importante da teoria da irrelevância é que, como a maioria dos autores consideram várias fricções no mercado, nos últimos cinquenta anos ela tem servido com a hipótese nula para a maioria dos estudos de dividendos.

Anteriormente, Litner (1956) e Gordon (1959) já davam importância de como se distribuem os lucros. De acordo com estes autores, dado que o objetivo principal dos diretores seja a maximização do valor da empresa. Assim, dado que os dividendos refletem os preços das ações, os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos o que faz com que a série histórica seja suavizada.

Baker e Weigand (2015) relatam, que no decorrer dos anos foram estudadas as fricções do mercado e outros fatores que afetam os pagamentos dos dividendos, o que culminou na formulação de várias teorias. Para Farre-Mensa, Michaely e Schmalz (2014), dentre as motivações teóricas estudadas, os últimos anos apontam que a explicação mais persuasiva no que diz respeito aos proventos é a considerações de agência.

Os modelos de agência em dividendos podem ser divididos em dois grupos distintos. Algumas de teorias consideram pagamentos de dividendos como uma solução do conflito da agência entre gestores e acionistas, bem como entre acionistas controladores e acionistas externos. Contrariamente a esta visão, a segunda gama de modelos de agências argumenta que as políticas de pagamento de dividendos são substitutas de problemas de governança em uma empresa (Eastbrook, 1984; Jensen, 1986).

Para Jain (2007), a estrutura de propriedade pode gerar conflitos de agencia na medida em que cada tipo de investidor tem suas preferências quanto ao recebimento ou não de dividendos ou até mesmo terem uma inclinação para empresas que se envolvem em maiores recompras de ações.

No que tange a concentração acionaria, o maior acionista tem grande incentivo para supervisionar a direção e a capacidade de impor mecanismos de governança (Efeito Substituição). Por outro lado, têm poder para extrair rendimentos e gozar dos benefícios privados do controle (Efeito Entrincheiramento), o que leva a uma expropriação dos pequenos acionistas (Shheifer & Vishny, 1997; Grinstein & Michaely, 2005).

De Cesari (2012) apoia a noção de que a política de pagamento de uma empresa é projetada para reduzir seus problemas de agência. Os resultados das pesquisas de Bohren,

Josefsen e Stenn (2012) e Fairchild et al. (2014) corroboram com essa visão, onde há uma relação positiva entre a distribuição dos lucros e concentração acionária.

Em Contrata partida, Khan (2006) analisou a estrutura de propriedade de 330 grandes empresas britânicas listadas, seus resultados indicaram relação negativa entre dividendos e concentração de propriedade. Gomes Dias e Duarte Neves (2014) também confirmaram o efeito entrincheiramento em países da zona do euro, em que firmas com a presença de grandes acionistas resultam em menores *payouts*.

Burkart e Panuzi (2006) explica que a proteção legal dos acionistas pode ser fundamental nessa relação. Truong e Heaney (2007) em um estudo em 37 países, concluiu que um resguardo jurídico mais forte tende a evitar a expropriação dos minoritários, o que resulta em maiores pagamentos de dividendos.

No Brasil, caracterizado como mercado emergente e de fraca proteção legal que, no entanto, possui uma legislação de distribuição obrigatória, alguns estudos indicam que a associação entre concentração acionária e os dividendos são diretos, indicando que no país empresas que o controle fica na mão de um ou poucos acionistas tendem a pagar mais proventos (Dalmacio & Corrar, 2007; Fonteles et al., 2012; Reina, 2017).

Entretanto, este estudo vai na contramão dos citados acima e acompanha os achados de Mota e Eid Junior (2007), Hahn et al. (2010) e Gonzáles et al. (2017) supondo que no Brasil apesar do mínimo legal, a relação entre política de dividendos e concentração acionária seja inversa.

H1: Quanto maior for à concentração acionária da empresa menor será o nível de pagamento de dividendos.

Outro fator que chama atenção na estrutura de propriedade é qual o tipo de investidor está no controle da empresa? Segundo Chung, Firth e Kim (2002) dependendo da identidade dos investidores, as decisões dos gestores podem ser monitoradas ou desprezadas pelos grandes acionistas.

Segundo Boone e White (2015) a presença de instituições melhora a governança corporativa e transparência contábil e são consistentes com a visão de que investidores institucionais monitoram e protegem os interesses dos acionistas minoritários. Short, Zhang e Keasey (2002) confirmam essa relação e afirmam a existência de uma associação positiva da propriedade institucional com os dividendos.

Nos Estados Unidos o monitoramento institucional tende a reduzir o problema da agência de fluxo de caixa livre (Karpavicius & Yu, 2017). De acordo com De-La-Hoz e Pombo (2016), na América Latina, na qual a maior concentração de propriedade, os investidores institucionais aumentaram sua importância como mecanismo de controle corporativo.

Firth et al. (2015), estudou os efeitos dos fundos mútuos, tipicamente o tipo de acionista externo mais importante e influente, sobre os pagamentos de dividendos das empresas na China durante o período de 2003 a 2011 e os resultados mostram influenciam as companhias a pagar maiores dividendos em dinheiro.

A participação do Estado na propriedade está ligada ao histórico político-econômico e também com a legislação de cada país. Em um estudo na união europeia, Borisova et al. (2012) concluíram que a propriedade do governo está associada à baixa qualidade da governança corporativa.

Na Turquia, Kouki e Guizani (2017) acharam uma relação negativa entre propriedade do Estado e o pagamento de dividendos. Por outro lado, estudos com empresas estatais chinesas, relataram uma associação positiva com a distribuição de proventos. (GUI, 1996; Wanga et al. 2011).

Contudo em países como o Brasil com fraca proteção legal e alta concentração de propriedade na posse de famílias e indivíduos, os conflitos de agencia mais comuns são entre acionistas majoritários e minoritários. Gonzales, et al. (2014), estudaram empresas colombianas, e verificou-se que o envolvimento da família em propriedade e controle através de pirâmides afeta negativamente a política de dividendos.

Neste sentido, seguindo os passos de Reina (2017) e Gonzalez et al. (2017) pressupõe que:

H2: Quando a concentração e de propriedade e controle das companhias está em posse de investidores individuais menor será a distribuição de dividendos.

H3: Quando o segundo maior acionista é um investidor institucional, ele monitora o maior acionista e com isso se tem uma maior distribuição de dividendos.

Um efeito que também recai sobre a estrutura de propriedade é o país de origem dos acionistas controladores. De acordo com La porta et al. (2000), a distribuição de dividendos se difere em países com legislação diferentes, no qual, a proteção do investidor é maior em *comum Law* e menor na *civil Law*.

Para Graff (2008), a tradição jurídica é um aspecto crucial na formação do direito societário e financeiro. Em busca dos determinantes da política de pagamentos, em uma pesquisa internacional, Truong e Heaney (2007) também ressaltam a importância do sistema legal.

Miton (2004), também estudou os dividendos em vários países. O autor relata, que empresas com forte governança juntamente com uma maior proteção ao investidor, são medidas complementares e tem uma relação positiva com a distribuição de lucros.

Gozales et al. (2017), verificou que em países da América latina existe uma associação positiva entre dividendos e o país de origem do maior acionista. Neste caminho presume-se que:

H4: Quando a concentração de propriedade e controle das companhias está em posse de investidores de país de *comum law* menor será a distribuição de dividendos.

3 Metodologia

Este artigo é caracterizado como uma pesquisa descritiva e exploratória, tendo em vista que seu intuito é buscar um conhecimento mais a fundo sobre o tema, e melhor elucidar os conceitos que vem sendo discutido na literatura. Também é classificado como quantitativo, pois visa mensurar os efeitos da relação entre variáveis financeiras (Beuren, 2003).

Neste estudo, utilizamos uma amostra que compreende todas as empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período entre 2010 e 2017, excluindo companhias que pertencem aos setores de Finanças e Seguros, devido às diferenças em sua estrutura e padrões contábeis.

Para verificar a relação entre a estrutura de propriedade e os dividendos foram realizadas regressões múltiplas com dados em painel. Para Gujarati e Porter (2011) a regressão é um importante instrumento para fazer predições e inferências de dados amostrais.

Além disso, o uso de dados em painel testa as interações das variáveis no decorrer do tempo, acomoda a heterogeneidade, produz mais informações, tem uma maior variabilidade e menor colinearidade, um maior grau de liberdade e ainda é mais eficiente (Gujarati & Porter, 2011).

Primeiramente foi feita uma análise gráfica (bloxplot) informal da amostra de dados que compõem este estudo. Foi detectado que um conjunto de variáveis apresentam pequenos *outliers* e para tentar diminuir qualquer efeito que possa influenciar o trabalho, foi utilizada a winsorização de 2,5% nas variáveis rentabilidade (ROA) e Alavancagem (ALV).

No que tange a adequações dos modelos, para testar as hipóteses deste artigo, previamente foram realizados os testes De Breusch-Pagan, Teste De Chow e o Teste de Hausman. Para agregar robustez ao trabalho, também foi verificada a existência de normalidade dos resíduos; heterocedasticidade e autocorrelação, por meio dos testes de Shapiro-Wilk, Wald e Woodridge respectivamente.

Referente aos dados foram coletadas na base de dados Economatica®, e nos sítios da B3, CVM e Econoinfo. Esses dados também são de caráter secundário e com o trabalho de identificação feito manualmente.

Para representar o nível de dividendos foram utilizadas quatro variáveis. As três primeiras são os dividendos pagos anualmente dividido pelo ativo total; total de vendas e patrimônio líquido. Como no Brasil o juro sobre capital próprio, também é uma medida de distribuição de lucro analisou o nível de seu retorno. Criamos um manequim para controlar as empresas cujas os dividendos são zero. Este *dummy* assume um valor de um se o dividendo foi pago e caso contrário (Gonzales et al., 2017)

Como no mercado de capitais brasileiros há a possibilidade de uma dissociação entre propriedade e controle através da emissão de ações sem direito a voto. Foi usado para essa análise a posse de ações com direito a voto. Desta maneira, foram coletados CC1 - porcentagem do maior acionista; CC2 - porcentagem do segundo maior acionista; CC5 - soma percentual dos cinco maiores acionistas e CC10 - soma percentual dos cinco maiores acionistas (Carvalho-Da-Silva & Leal, 2004; De Sousa, Correia & Martins, 2015).

A distinção entre as empresas com alta e baixa concentração, usou-se um Índice de Concentração de Propriedade (ICP). Esse índice corresponde à média da soma dos dez maiores acionistas de cada setor. Esse índice, divide nossa amostra em duas, cuja empresas que estão acima da mediana do setor são consideradas com alta concentração e as que não, são consideradas baixa concentração (Shinozack & Uchida, 2016; Gonzales et al., 2017).

Para identificar cada tipo de investidor presente no mercado de capitais brasileiros, eles foram separados em sete grupos: Individuais (pessoas físicas); Governo (União, Estados e Municípios) Investidores Institucionais (os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento, os fundos de pensões entre outros), Corporações (outras empresas) e os

não identificados. Foi usado uma *dummy* (IIN) atribuindo o valor um para os investidores individuais (Carvalho-Da-Silva & Leal, 2004; Peixoto & Buccine, 2013).

Entretanto, alguns investidores individuais, principalmente algumas famílias, estão associados a empresas e através das estruturas piramidais aparecem como holding de instituições não financeiras. Após a averiguação dessa estrutura, os investidores claramente identificados como indivíduos e famílias também foram considerados investidores individuais.

Gonzales et al. (2017) remeteu o país de origem dos majoritários como outro provável influenciador no comportamento dos investidores. Neste aspecto, foi criada uma *dummy*, no qual, deu valor um para países de *comum law* e zero para países em que a legislação era *civil law*.

Quadro 1: Descrição das Variáveis (Artigo 1)

| Nome | Descrição | Formula | Sinal Esperado | Autor |
|------------|---------------------------------------|---|----------------|-------------|
| DIV 1 | Dividendos Pagos 1 | Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total | | 1,2 e 3 |
| DIV 2 | Dividendos Pagos 2 | Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido | | 1 e 3 |
| DIV 3 | Dividendos Pagos 3 | Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas | | 1 e 3 |
| YLD | JSCP | Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação. | | 4 |
| CC1 (2)(5) | Concentração de Propriedade | Quantidade de ações com direito a voto no poder do maior acionista, do segundo maior e da Soma dos cinco maiores. | - | 1,5,6 e 8 |
| IDC | Identidade do maior Acionista | Dummy com valor 1 para acionistas individuais | - | 1,7 |
| INST | Identidade do segundo maior Acionista | Dummy com valor 1 para acionistas institucionais | + | 1 e 8 |
| POC1 | Nacionalidade do Controlador | Dummy com valor 1 para acionistas controladores com origem em país comum Law | + | 1, 8 e 10 |
| POC2 | Nacionalidade do Controlador 2 | Dummy com valor 1 para acionistas controladores com origem em país comum Law | + | 1, 8 e 10 |
| ICP | Índice de Concentração de Propriedade | Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa dividido pela média do Setor. | - | 1 e 10 |
| TAM | Tamanho | Logaritmo Natural do Ativo Total. | + | 1,5, 9, 10 |
| ALV | Alavancagem | (Divida de curto prazo/ Ativo total) + (Divida de longo prazo/Ativo total) | - | 1, 5, 9, 10 |
| ROA | Rentabilidade | Resultado Operacional / Ativo Total | + | 1, 9, 10 |
| BETA | Risco | Risco sistemático é o coeficiente beta para o modelo de mercado estimado usando os retornos anuais | + | 1, 10 |
| VEND | Vendas | Logaritmo Natural do Receita Operacional. | + | 1, 10 |

Nota: (1) Gonzales et al. (2017); (2) Forti et al. (2012); (3) Bryne e O'Connor (2017); (4) Corso, Kassai e Lima (2012); (5) Hahn et al. (2011); (6) Böhren et al. (2012); (7) Gozales et al.; (8) Carvalho da Silva e Leal (2006). (2014); (9) Mauri e Pajust (2005); (10) Dahlquist e Robertsson (2001);

Fonte: Os autores

4 Análise dos Resultados

Esta seção apresenta os principais resultados obtidos da análise do ensaio feito por meio do software Stata, produto das análises descritivas, correlações e a regressão múltipla com dados em painel. Desta forma, visou-se comprovar as hipóteses elaboradas no estudo sobre a relação entre as variáveis distribuição de dividendos estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras de capital aberto.

Para detectar possíveis problemas de multicolinearidade no modelo regressivo foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*) do conjunto de variáveis com a variável explanatória. Foi utilizado a regra de ouro como critério de verificação da multicolinearidade em que o maior valor VIF dos regressores não fosse superior a 5. Em nenhum modelo da pesquisa o valor referencial foi extrapolado.

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis do Artigo 1

| Variáveis | Observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|-----------|-------------|--------|---------------|---------|--------|
| DIV1 | 2665 | 0,215 | 0,470 | 0 | 0,777 |
| DIV2 | 2665 | 0,523 | 0,106 | 0 | 0,890 |
| DIV3 | 2319 | 0,466 | 0,133 | 0 | 0,784 |
| YLD | 2006 | 0,671 | 1,573 | 0 | 20,15 |
| CC1 | 2740 | 56,249 | 28,86 | 0,138 | 100 |
| CC2 | 2335 | 14,59 | 10,98 | 0 | 50 |
| CC5 | 2740 | 78,47 | 21,49 | 0,139 | 100 |
| ICP | 2740 | 1 | 0,244 | 0 | 1,607 |
| IDC | 2742 | 0,382 | 0,486 | 0 | 1 |
| INST | 2162 | 0,283 | 0,451 | 0 | 1 |
| POC1 | 2624 | 0,125 | 0,331 | 0 | 1 |
| POC2 | 2080 | 0,130 | 0,336 | 0 | 1 |
| ROA | 2859 | -7,847 | 34,55 | -137,45 | 16,79 |
| ALV | 2858 | 1951 | 3687 | 0 | 1,72e7 |
| TAM | 2860 | 13,36 | 3,056 | -0,404 | 20,61 |
| VEND | 2480 | 13,56 | 2,369 | -2,39 | 19,63 |
| BETA | 1845 | 0,616 | 0,866 | -6,11 | 7,248 |

Nota. Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação; CC1 – Ações com voto do maior acionista; CC2 – Ações com voto do Segundo maior acionista; CC5 – soma das ações com voto dos 5 maiores acionistas; ICP - Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa dividido pela média do Setor; IND - Dummy para acionistas individuais; INST - Dummy para acionistas institucionais; POC - Dummy para acionistas com origem em país comum Law; ROA – Retorno sobre Ativo; ALV – Alavancagem Financeira; TAM – Logaritmo do Ativo Total; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional; BETA - Risco sistemático

Fonte: Elaboração Própria

Na tabela 1 foi apresentada a análise descritiva das variáveis que compõem o modelo de estudo. A análise descritiva nesta tabela está composta pelo número de observações, média, desvio padrão, valor mínimo e máximo. Desta maneira, é possível ter, uma visão do panorama do estudo com uma visão global da variação desses valores.

Os valores médios de CC1(56,24%) e CC5(74,28%), confirmam a teoria de que no Brasil a estrutura das empresas tem o controle na mão de poucos acionistas. Outro aspecto importante achado foi o na variável IDC, a qual, atesta que em boa parte das empresas esse controle pertence a indivíduos ou famílias.

Tabela 2: Política de Dividendos X Concentração (CC1)

| Variáveis | DIV 1 | DIV 2 | DIV 3 | YLD |
|----------------|---------------|--------------|--------------------|--------------------|
| | Efeitos Fixos | Pooled | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| CC1 | 0,0001351 | 0,0001535 | 0,0005167** | 0,0010 |
| CC2 | 0,0000188 | 0,0003791 | 0,0000827 | 0,0009 |
| IDC*CC1 | -0,0000169 | -0,000474 | -0,0003106 | -0,0031 |
| POC1*CC1 | -0,000158 | 0,0003131 | -0,0002081 | -0,0069** |
| ISNT*CC2 | 0,00002943* | 0,00225 | 0,012097 | 0,0012 |
| POC2*CC2 | -0,0000868 | 0,000541 | -0,0001128 | -0,0140** |
| dummyDIV | 0,0227594*** | 0,0563999*** | 0,08124*** | 0,5246*** |
| ROA | 0,0001575** | 0,0003609*** | 0,0005826 | 0,0038** |
| ALV | -1,05e-09 | 3,01e-10 | 8,72e-10 | 0,0000 |
| TAM | -0,112542*** | -0,0078492* | 0,149861* | 0,0129 |
| VEND | 0,0042999*** | 0,0058481*** | 0,0192308 | 0,0067 |
| BETA | 0,000495 | -0,021363 | 0,0022342 | -0,0733** |
| R ² | | | 0,1444 | 1,2266 |

Nota. Os asteriscos ***, ** e * representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação - Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação; CC1 - Ações com voto do maior acionista; CC2 - Ações com voto do Segundo maior acionista;; IDC*CC1- Interação entre maior acionista e sua identidade; INST*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e sua identidade; Interação entre maior acionista e seu país de origem ; POC2*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem; ROA - Retorno sobre Ativo; ALV - Alavancagem Financeira; TAM - Logaritmo do Ativo Total; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional; BETA - Risco sistemático.

Fonte: Os autores

A tabela 2 estima a relação entre a concentração de propriedade e controle com a distribuição de dividendos das empresas da amostra, na qual, a concentração sendo medida pela porcentagem de ações com direito a voto do maior acionista. De acordo com os dados obtidos, quanto mais concentrados a ações nas mãos de poucos acionistas, maior a distribuição de dividendos. Esses resultados reforçam os achados de Dalmacio e Corrar (2007); Fonteles *et al.* (2012); Gonçalves et al (2015) e Reina (2017). Todavia, somente uma das medidas de desempenho foi estatisticamente significativa.

A variável DIV1 obteve uma relação positiva e estatisticamente significativa com a interação do segundo maior acionista com investidores institucionais. Esses resultados vão ao encontro da teoria de que grandes acionistas institucionais conseguem monitorar os gestores da companhia e obter maiores distribuição de dividendos. Assim, essa amostra nesta perspectiva de dividendos corrobora com os estudos como os de Firth et al (2015) e De-La-Hoz e Pombo (2016).

A proxy que mede a rentabilidade dos JSCP, apresenta uma relação inversa com a concentração, quando o maior e o segundo maiores acionistas são de países de *Comum Law*. Esses dados remetem a ideia de que os proventos tributáveis podem não ser um chamativo

para acionistas estrangeiros que buscam rentabilidade de seus ativos no Brasil. Esses resultados são robustos a um nível de 5% de confiança.

Tabela 3: Política de Dividendos X Concentração (CC5)

| Variáveis | DIV 1 | DIV 2 | DIV 3 | YLD |
|----------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| CC5 | -0,0000 | -0,0007* | -0,0002 | 0,0125 |
| CC2 | 0,001 | 0,0011 | 0,0003 | -0,0118* |
| IDC*CC1 | 0,0000 | 0,0009 | 0,0002 | -0,0183** |
| POC1*CC1 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| ISNT*CC2 | 0,0003* | 0,0002 | 0,0012 | 0,0012 |
| POC2*CC2 | -0,0001 | 0,0001 | -0,0001 | -0,0137** |
| dummyDIV | 0,0227*** | 0,0562*** | 0,0814*** | 0,5334*** |
| ROA | 0,0002** | 0,0004*** | 0,0006*** | 0,0036** |
| ALV | -0,0000 | 0,0000 | -0,0000 | 0,0000 |
| TAM | -0,0113*** | -0,0086* | 0,0148* | 0,0240 |
| VEND | 0,0043*** | 0,0059*** | 0,0193*** | 0,0085 |
| BETA | 0,0005 | -0,0023 | 0,0022 | -0,0700** |
| R ² | 0,055 | 0,063 | 0,1444 | 1,2285 |

Nota. Os asteriscos ***, ** e * representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação - Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação; CC5 - Soma das ações com voto dos cinco maiores acionistas; CC2 - Ações com voto do Segundo maior acionista;; IDC*CC1- Interação entre maior acionista e sua identidade; INST*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e sua identidade; Interação entre maior acionista e seu país de origem ; POC2*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem; ROA - Retorno sobre Ativo; ALV - Alavancagem Financeira; TAM - Logaritmo do Ativo Total; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional; BETA - Risco sistemático.

Fonte: Os autores

A tabela acima mostra a relação das proxis de dividendos e o poder de controle dos cinco maiores acionistas das companhias. Percebe-se que está tem uma relação negativa com os dividendos, onde quanto mais concentrado o controle dos cinco maiores menor é o pagamento.

Esses resultados corroboram com os de Mota e Eid Junior (2007) e Hahn et al. (2010). Como somente uma das medidas dos dividendos é estaticamente significativa, não se tem robustez suficiente para aceitar H1.

Nota-se também, que quando o maior acionista é um investidor individual ele tende a pagar menos JSCP. Esses achados seguem a teoria de que os acionistas majoritários quando são indivíduos ou famílias, usam suas posições para expropriar os minoritários. As outras relações se mostraram com mesma natureza da tabela 2.

Tabela 4: Política de Dividendos X Concentração (ICP)

| Variáveis | DIV 1 | DIV 2 | DIV 3 | YLD |
|----------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |
| ICP | -0,0100 | -0,0548*** | -0,0497 | 0,3615 |
| CC2 | 0,0001 | 0,0009* | 0,0006 | -0,0025 |
| IDC*CC1 | 0,0000 | 0,0009* | 0,0004 | -0,0120** |
| POC1*CC1 | 0,0000 | 0,0000 | - | 0,0000 |
| ISNT*CC2 | 0,0003* | 0,0002 | 0,0012 | 0,0012 |
| POC2*CC2 | -0,0001 | 0,0001 | -0,0002 | -0,0140** |
| dummyDIV | 0,0226*** | 0,0558*** | 0,0811*** | 0,5313*** |
| ROA | 0,0002** | 0,0004*** | 0,0006*** | 0,0037** |
| ALV | -0,0000 | 0,0000 | -0,0000 | 0,0000 |
| TAM | -0,0113*** | -0,0094* | 0,0139 | 0,0222 |
| VEND | 0,0043*** | 0,0059*** | 0,0194*** | 0,0066 |
| BETA | 0,0004 | -0,0023 | 0,0023 | -0,0724** |
| R ² | 0,055 | 0,063 | 0,1444 | 1,2285 |

Nota. Os asteriscos ***, ** e * representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. Foi aplicado no modelo ferramentas para diminuir os efeitos da heterocedasticidade e autocorrelação - Variáveis: DIV1 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Ativo total; DIV2 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido; DIV3 - Valor total pago em Dividendos dividido pelo total de vendas; YLD - Valor total pago em Juros sobre capital próprio dividido pelo preço da ação; ICP - Soma das ações com Direito a voto dos 10 maiores acionista da empresa dividido pela média do Setor;; CC2 - Ações com voto do Segundo maior acionista;; IDC*CC1 - Interação entre maior acionista e sua identidade; INST*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e sua identidade; Interação entre maior acionista e seu país de origem ; POC2*CC2 - Interação entre segundo maior acionista e seu país de origem; ROA - Retorno sobre Ativo; ALV - Alavancagem Financeira; TAM - Logaritmo do Ativo Total; VEND - Logaritmo Natural do Receita Operacional; BETA - Risco sistemático.

Fonte: Os autores

A quarta tabela da pesquisa, tenta explicar a relação entre política de dividendos e estrutura de propriedade e controle, com base na concentração da empresa em relação ao seu setor de atuação. Nossos achados corroboram com a ideia de Mota e Eid Junior (2007) e Hahn et al. (2010), na qual, quanto maior a concentração de ações votantes menor é a distribuição de dividendos. Entretanto, esses resultados só são estatisticamente significantes para uma das proxies de dividendos exploradas neste estudo.

Estas últimas regressões, também reforçam a relação positiva dos dividendos com os acionistas institucionais detentores da segunda maior parte do controle e da relação negativa dos JSCP e da nacionalidade de origem dos acionistas majoritários.

5 Considerações Finais

Este artigo tem o intuito de analisar como a estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras pode interferir em como estas distribuem seus dividendos em empresas brasileiras. Para examinar tais efeitos foram utilizados a concentração de

capital votante na posse de poucos acionistas (maior/ soma dos cinco maiores/ índice de concentração por setor), a identidade e o país de origem destes acionistas no período entre 2010 a 2017.

A análise descritiva nos confirma que o Brasil possui uma estrutura de propriedade e controle concentrada na mão de poucos acionistas. Nossa amostra se comportou de tal forma, que a concentração do maior acionista tem relação positiva com os dividendos. Por outro lado, porcentagem acumulada dos cinco maiores e acionistas e o índice criado a partir da média dos dez maiores por setor foi negativa. Assim, não podemos afirmar que os dividendos são usados para reduzir os problemas de agência.

No que tange a identidade dos acionistas controladores, não foi observada nenhuma relação com dividendos, quando o acionista majoritário é um investidor individual. No entanto, uma das medidas de dividendos se mostrou positiva e significativa quando o segundo maior acionista é um investidor institucional. Com isso, possivelmente existe um monitoramento dos pagamentos por investidores profissionais. Todavia, a relação de causa e efeito pode ser o contrário, na qual, este tipo de investidor busca a empresa por ser caracterizada por distribuir dividendos.

A análise dos dividendos com a nacionalidade de origem só obteve significante na proxie complementar referente ao Juros sobre capital próprio. Esses proventos são tributados e apresentam uma relação inversa com acionistas cuja origem são países de *comum law*. Entretanto, em se tratando de dividendos não podemos aceitar H4.

Em suma podemos considerar que existe uma relação entre a Política de dividendos e a Estrutura de Propriedade e Controle. A concentração de ações ordinárias acaba dando um controle aos maiores acionistas, e mesmo que pequena, podem agir em interesse próprio. Neste cenário, as presenças das instituições conseguem coibir um pouco a liberdade dos gerentes e grandes acionistas. Por outro lado, o país de origem não influi nessa relação.

Referencias.

Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. *Journal of Financial research*, 26(3), 371-387.

Baker, H. K. (Ed.). (2009). *Dividends and dividend policy* (Vol. 1). John Wiley & Sons.

Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.

BEUREN, I. M. (2003). Trajetória da construção de um trabalho monográfico em contabilidade. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*, 2.

Bhattacharya, S. (1980). Nondissipative signaling structures and dividend policy. *The quarterly journal of Economics*, 95(1), 1-24. Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.

- Bøhren, Ø., Josefsen, M. G., & Steen, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2852-2864.
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial intermediation*, 15(1), 1-31.
- Carvalho-da-Silva, A., & Leal, R. (2004). Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Frontiers in Finance and Economics*, 1(1), 1-16.
- Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Overview: corporate governance in Latin America. *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*, 1-84.
- Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 6(2).
- Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J. (2007). A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 17-30.
- Decourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2012). O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs (The Payout Decision-Making Process of Brazilian Listed Companies: A CFO Survey). *Revista Brasileira de Finanças*, 10(4), 461.
- De-la-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197-221.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Lima, D. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. (2014). Payout policy. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 75-134.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365-385.

- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1-18.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Rae-Revista De Administracao De Empresas*, 52(1), 24-39.
- Mukherjee, T. (2009). Agency costs and the free cash flow hypothesis. *Dividends and Dividend Policy*, 145-161.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-59.
- Reyna, J. M. S. M. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199-1213.
- Wang, X., Manry, D., & Wandler, S. (2011). The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting*, 27(2), 366-372.