

CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL E POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS

LEANDRO POLITELO

Universidade Regional de Blumenau
lpolitelo@al.furb.br

TÂNIA CRISTINA CHIARELLO

FURB
taniacc@unochapeco.edu.br

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU
tarcisio@furb.br

CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL E POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos de uma companhia influi diretamente na sua estrutura de financiamento. Conforme Fonteles et al. (2012), uma política de dividendos refere-se a implementação de uma decisão da gestão da empresa relacionada à parcela de lucro a ser distribuída aos acionistas e a parte a ser retida pela companhia. Para os autores esse tipo de decisão possui impacto direto nas dimensões estratégicas relacionadas ao financiamento da empresa.

Salsa (2010) destaca que a política de dividendos tem sido considerada uma das principais decisões financeiras da empresa, visto sua relação direta com a política de financiamento e investimento da companhia. Salsa (2010) entende que a decisão sobre a distribuição de dividendos impacta sob diversos aspectos econômicos e financeiros a companhia, como o financiamento ou a tesouraria a empresas uma vez que influem na destinação dos resultados líquidos gerados pela empresa.

Acrescenta-se a discussão a concentração de capital. Conforme Damácio e Corrar (2007) a concentração de capital pode definir a política de dividendos da empresa. No Brasil, em sua maioria, o controle acionário é concentrado e com número reduzido de acionistas, neste contexto Dalmácio e Corrar (2007) entendem que a tomada de decisão das empresas quanto à distribuição de dividendos acontece apenas para atendimento da legislação societária, sendo o lucro retido utilizado para financiamento de novos investimentos.

Neste aspecto se inserem as empresas familiares, cujas características principais incluem a participação da família no capital votante e na gestão da empresa. Assim, seguindo os argumentos de Damácio e Corrar (2007) estas companhias tenderiam a possuir uma política de baixo pagamento de dividendos. Apoiam este argumento os resultados da pesquisa de Wei et al. (2011) que verificaram que as empresas familiares possuem como política o baixo pagamento de dividendos aos seus acionistas.

Entretanto, verifica-se na literatura argumentos que apontam para uma política de dividendos na qual as empresas familiares distribuiriam maiores quantias de lucros na forma de dividendos. Nestes argumentos inclui-se principalmente o aumento do valor das ações da empresa (LEE; XIAO, 2004; CHEN; JIAN; XU, 2009). Acrescenta-se ainda que, conforme a teoria dos stakeholders, a companhia deve avaliar os seus principais stakeholders a fim de atender aos seus interesses, entretanto, sem desprezar os interesses dos seus demais stakeholders, no caso das empresas familiares, daqueles acionistas que não pertencem à família (MITCHEL; AGLE; WOOD, 1997).

Diante deste contexto apresenta-se o problema desta pesquisa: Qual o efeito da concentração de propriedade familiar na política de dividendos das empresas familiares brasileiras? Assim, o objetivo deste estudo é o de verificar o efeito da concentração de propriedade familiar na política de dividendos das empresas familiares brasileiras.

A pesquisa se justifica pela relevância das empresas familiares no Brasil. Como o Brasil é um país emergente a relevância destas empresas é confirmada, uma vez que este tipo de empresa possui elevada participação do mercado de capitais de países emergentes, sendo superior aos países desenvolvidos (SILVA; MAJLUF, 2008). Acrescenta-se que, conforme Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012), o tema de empresa familiar é relativamente pouco desenvolvido e o número de pesquisas que envolvem os negócios de família é baixo.

Os diferentes argumentos apresentados pela literatura quanto a política de dividendos e a concentração de capital demonstra a importância de se estudar o tema em empresas brasileiras, visto que há indicativos para que as empresas familiares adotem política de dividendos com baixos pagamentos como de altos pagamentos, assim, faz-se oportuno

verificar o efeito desta concentração de propriedade na política de dividendos das empresas brasileiras.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica aborda os temas relacionados à pesquisa com objetivo de dar suporte teórico aos argumentos expostos quando da análise dos resultados da pesquisa. Inicialmente aborda-se a teoria dos *stakeholders* que trata da importância de a empresa identificar seus principais *stakeholders* a fim de atender seus interesses. Em seguida apresenta-se a política de dividendos e, por fim, trata-se da política de dividendos nas empresas familiares. Nesta seção apresentam-se diferentes argumentos identificados na literatura que possam justificar o efeito da concentração de propriedade familiar na política de dividendos das empresas.

2.1 Teoria dos *stakeholders*

A expressão *stakeholder* segundo Freeman e McVea (2000) teve sua primeira aparição em 1993 na área de administração conforme memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanfor. O objetivo inicial dessa palavra era indicar todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir. Nesse conjunto estariam inclusos os acionistas, clientes, empregados, sociedade, fornecedores e credores. Conforme o estudo, os gestores deveriam compreender as preocupações dos *stakeholders* com a finalidade de desenvolver objetivos que fossem apoiados por eles.

Neste sentido, a teoria dos *stakeholders* possui suas raízes ligadas principalmente à sociologia, comportamento político e organizacional de interesses de grupos específicos, podendo em muitos casos ser definida como a teoria que determina aos administradores o dever de formular e programar processos que atendam todos os grupos com interesses na empresa (FREEMAN; MCVEA, 2000).

A responsabilidade múltipla atribuída à empresa para Sternberg (1999) conforme a teoria dos *stakeholders* dificultaria a existência de objetivos claros e de maior importância, uma vez que cada grupo estabeleceria as suas prioridades e passaria a definir os seus próprios objetivos, ocasionando diversos problemas estratégicos para a organização. Por conseguinte, Jersen (2001) relata que o bem estar social é maximizado no momento em que todas as empresas buscam maximizar seu próprio valor, uma vez que o valor da organização seria simplesmente o valor de mercado de longo prazo dos fluxos esperados de benefícios. Contudo, a organização tenta conciliar aspectos das duas teorias, definindo a abordagem da maximização do valor, entretanto, a empresa não consegue maximizar o seu valor se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*.

No contexto, a grande maioria das críticas negativas à teoria dos *stakeholders* segundo Jersen (2002) indicam a falta de um objetivo fundamental, único e claro como principal dificuldade desta teoria, são críticas apontadas em nítida conformação à teoria dos *shareholders*, que denota que em um único objetivo prevalece a maximização da riqueza do acionista. Assim, o autor define que a teoria dos *stakeholders* atende os interesses pessoais dos executivos, deixando-os livres para a tomada de decisões, tendo por base em seu próprio julgamento. A teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não deve ser julgada como uma legítima concorrente da teoria da maximização da corporação ou a função objetivo da empresa. Para o autor sem ter a clareza de uma missão fornecida por um único objetivo corporativo, organizações que adotam a teoria dos *stakeholders* passarão por confusões gerenciais, ineficiência, conflitos e até mesmo fracasso corporativo.

Dentre as críticas sobre a teoria dos *stakeholders* descritas por pesquisadores é cabível citar a de responsabilidade que a empresa teria por todos os envolvidos, ou seja, por todos que fossem afetados ou as operações afetadas da organização. Em consonância a essa crítica,

Sternberg (1999) afirma que os envolvidos mais afetados pelo desempenho de uma empresa seriam os próprios acionistas, uma vez que estes assumiriam o risco residual. Nessa mesma perspectiva, Sundaram e Inkpen (2001) definem que os *stakeholders* possuiriam proteção contratual e legal de seus interesses, diferentemente dos acionistas, que apenas possuiriam direitos residuais, isto é, teriam direitos aos fluxos de caixa somente depois que todos os compromissos com outros envolvidos, como funcionários, credores, Estado, fornecedores, fossem pagos.

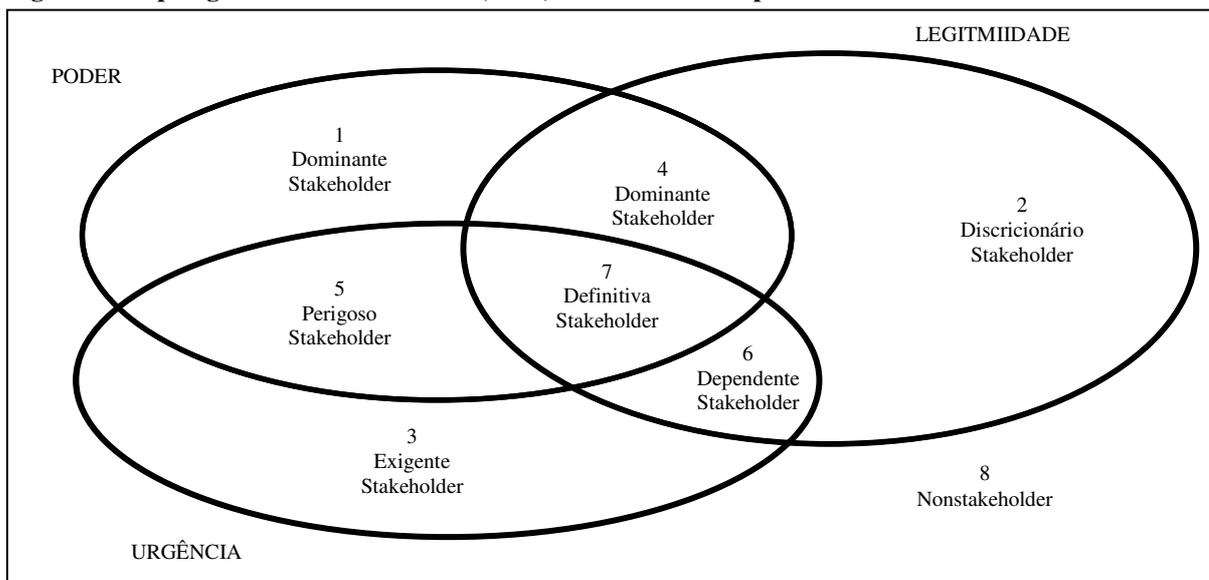
A teoria dos *stakeholders* na concepção de Silveira, Yoshinaga e Borba (2004) é uma doutrina que prejudicaria a empresa bem como o seu desempenho a longo prazo. Além da carência de objetivos claros e únicos e da dificuldade de identificação dos *stakeholders* com mais importância para a empresa, a falta de governança corporativa, a negociação dos direitos de propriedade, a retórica utilizada por políticos e alguns pesquisadores e administradores na discussão do tema são dentre muitos motivos, efeitos prejudiciais aos quais se credita a fragilidade da teoria.

Na concepção de Mitchel, Agle e Wood (1997) o princípio do que realmente conta. No primeiro momento, os gestores que querem alcançar certos fins pagam determinados tipos de atenção para várias classes com partes interessadas. No segundo momento, a percepção dos gestores que ditam importância das partes interessadas, já no terceiro momento, que as várias classes de partes interessadas podem ser identificadas com base na posse, de umas, duas ou a três atributos que são: poder, legitimidade e urgência.

O conjunto de análise dos tipos de partes interessadas com base no pressuposto de que a percepção dos *stakeholders* dos gestores determina a variável importante para determinar a alocação de recursos organizacionais com retorno as respostas às reivindicações das partes que são interessadas, uma vez que também apresentam diversas preposições que levam a uma teoria das partes interessadas e da relevância (MITCHEL; AGLE; WOOD, 1997).

Neste contexto os autores Mitchel, Agle e Wood (1997) definem a preposição como a saliência *stakeholder* será positivamente relacionada ao número acumulado de partes interessadas de poder, legitimidade e urgência. As classes que apresentam baixas saliências (áreas 1, 2 e 3) são classes identificadas como latentes interessados e identificados por sua posse ou atributo a posse de apenas um dos atributos. Os interessados moderadamente salientes (áreas 4, 5 e 6) e são identificados por sua posse ou atributo a posse de dois dos demais atributos, uma vez que estes são caracterizados por partes que esperam alguma coisa, assim os autores passaram a chamar de partes interessadas "grávidas". A combinação dos três conjuntos apresentam características definidoras salientes (área 7). Estes dados são compreendidos com maior facilidade na Figura 1.

Figura 1 – Tipologia dos Stakeholder: um, dois, ou três atributos presentes



Fonte: Mitchel, Agle e Wood (1997)

Pode-se observar na Figura 1, que as partes interessadas latentes são aquelas que possuem apenas um dos três atributos, e são dormentes, por conseguinte, as partes interessadas e exigentes. Os interessados “grávidas” são aquelas que possuem dois atributos e apresentam partes dominantes, dependente e perigoso. Já os interessados definitivos são aqueles que possuem todos os três atributos. Para as pessoas físicas e jurídicas que não possuam nenhum dos atributos, estes são classificados como potenciais interessados ou *nonstakeholders* (MITCHEL; AGLE; WOOD, 1997).

No contexto atribuído por Sternberg (1999) é na política de dividendos que se observa uma forte ameaça da teoria dos *stakeholders* para a autonomia individual e para a economia, uma vez que é através da retórica de pluralismo e da sociedade de forma única, o Estado por vez estaria impondo controles que já foram ovacionados em nome do socialismo e que agora estariam tratando com racionalização por meio da teoria dos *stakeholders*. No entendimento de Jensen (2001) a teoria dos *stakeholders* seria uma prescrição para a ruína do valor da empresa e para redução do bem estar social.

2.2 Política de dividendos

Dividendo é um dos retornos mais imediato do capital investido pelo acionista. Esse dividendo de acordo com Iudícibus et al. (2010) pode ser classificado em três categorias, estas descritas no Quadro 1.

Quadro1 – Classificação dos dividendos

Quanto à ordem	Quanto à apropriação dos lucros	Quanto ao recebimento
Prioritários	Mínimos	Cumulativos
Não prioritários	Fixos	Não cumulativos
	Obrigatórios	

Fonte: IUDÍCIBUS et al.(2010).

Na concepção de Loss e Sarlo Neto (2003) a política utilizada pela empresa implica na decisão de quanto deverá ser distribuído ao acionista e quanto ficará retido. Para FONTELES et al. 2012, quanto ao recebimento, os detentores que tem por direito aos dividendos cumulativos, quando não foi possível distribuir os dividendos no exercício, estes receberão no exercício em que apresentar lucros suficientes para tal distribuição. Os dividendos não

cumulativos devem ser repassados aos acionistas, independente se a empresa apresente lucro suficiente ou não.

O valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos, entretanto é afetado pela capacidade de geração de valor e risco de seus ativos. Para Modigliani e Miller (1961), existe uma estrutura financeira ótima entre capital próprio e de terceiros que tende a impactar de maneira positiva o valor das ações.

Cada organização está inserida em uma realidade particular que a diferencia das demais empresas. Assim, as entidades têm necessidades diferenciadas. Para Damodaran (2002) a política de dividendos também segue essa mesma lógica. Uma política de dividendos pode atender, por exemplo, em empresas mais experientes no mercado, fato este diferente para empresas iniciantes.

Diante do contexto, algumas teorias procuram justificar a melhor política de dividendos para cada empresa ou situação diferente que esteja enquadrada. Destacam-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, defendida em 1961 por Miller e Modigliani, a Teoria da Preferência Tributária, atribuída por Damodaran (2002) e a Teoria do Pássaro na Mão, que foi defendida por Lintner (1962).

Conforme Lintner (1962) no contexto de incertezas, os investidores preferirão receber seus dividendos, o mais breve possível. Existe uma relação direta entre a política de distribuição de dividendos da empresa e o seu valor de mercado. No que concerne a Teoria da Relevância dos Dividendos ou a Teoria do Pássaro na Mão, o pagamento de dividendos no âmbito corrente reduz as incertezas dos investidores, elevando o preço das ações da empresa.

No que diz respeito à Teoria da Preferência Tributária conforme Dalmácio e Corrar (2007), os investidores preferem que as empresas retenham lucros ao invés de distribuição de dividendos, uma vez que os ganhos de capital de longo prazo estão sujeitos a impostos menos onerosos. Diversos estudos no Brasil foram realizados sobre a política de dividendos adotada, seguido, sobre qual teoria a ser aplicada nas empresas brasileiras.

Miller e Modigliani (1991) defendem a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (TID), essa por sua vez denota um mercado perfeito, o valor de mercado de uma empresa dependente com capacidade para gerar *cash-flow* e do risco associado a este. Assim, a política de dividendos seguida por uma empresa é irrelevante no sentido de que os gestores são incapazes de influenciar o valor de mercado das suas empresas devido a simples alteração da sua política de dividendos.

Assim, a problemática no contexto do impacto da política de dividendos sobre o valor de mercado da empresa é objeto de diversos estudos ao longo de várias décadas. Contudo, para Barreto (2011) nos dias atuais não há um consenso sobre as políticas de dividendos mais adequada, que melhor contribuir para a maximização do valor da empresa para os acionistas. A literatura por sua vez oferece um arcabouço de diversas teorias que tentam explicar o comportamento das empresas em termos da política de dividendos adota.

2.3 Empresas familiares e política de dividendos

As empresas familiares são definidas de diferentes formas e compreendidas sob diferentes aspectos. As empresas familiares são compreendidas como aquelas em que uma família detém parte do capital votante da companhia (COLLI; FERNANDEZ-PEREZ; ROSE, 2003; FILATOTCHEV; LIEN; PIESSE, 2005; PENG; JIANG, 2010; IBRAHIM; SAMAD, 2011; McGUIRE; DOW; IBRAHIM, 2012). Uma segunda característica relevante observada na definição da empresa como familiar consiste na presença ativa de membros da família na gestão da empresa (ANDERSON; REEB, 2003; MILLER; LE BRETON-MILLER, 2003; CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004; SHYU, 2011). Uma terceira característica inerente à empresa familiar consiste no processo de sucessão dos membros da família (COLLI; FERNANDEZ-PEREZ; ROSE, 2003; CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004; LEONE, 2005).

Destaque para a questão da concentração de propriedade que é compreendida em diferentes proporções. O percentual de concentração das ações com a família varia de 5% (COLLI; FERNANDEZ-PEREZ; ROSE, 2003; PENG; JIANG, 2010; McGUIRE; DOW; IBRAHIM, 2012) até a detenção do controle majoritário, com percentual superior a 50% (MARTIN-REYNA; DURAN-ENCALADA, 2012). Nesta pesquisa, a partir das definições de influência significativa trazida pela lei 11.941/09, o percentual com a família a ser considerado para caracterização da empresa como familiar é de 20%.

As características verificadas na definição das empresas familiares conferem a estas companhias uma situação única, na qual coexistem o ambiente familiar e o ambiente empresarial (MUNÓZ, 2012). A complexidade destas empresas é observada ao passo que os desejos da família devem ser conciliados com as oportunidades de negócios da companhia (WARD, 2002). Ward (2002) destaca que, ao focar-se nos desejos da família, a continuidade da companhia pode ser comprometida, por outro lado o autor reconhece que as empresas familiares possuem características benéficas.

Quanto aos aspectos positivos Brenes, Madrigal e Requena (2011) argumentam que os gestores de empresas familiares se mantêm em seus cargos por longos períodos e este fato contribui para a continuidade da companhia e proporciona estabilidade para a empresa. Chami (2001) afirma que a família considera a empresa na qual investe seu capital como um bem a ser herdado pelos membros da família ou seus descendentes e não como uma riqueza a ser utilizada durante sua vida. Deste modo evidencia-se que a continuidade da empresa é uma grande preocupação das famílias. Apesar de haver argumentos para que as famílias tenham perspectivas de longo prazo quanto ao investimento que realizam nas empresas, Saravanan (2009) reconhece que as empresas familiares podem priorizar os interesses da família em detrimento da continuidade da empresa e do interesse dos demais acionistas.

Estes aspectos levam a diferentes concepções quanto à política de dividendos das empresas familiares. Se por um lado as empresas familiares são percebidas como companhias com baixos pagamentos de dividendos com a perspectiva de manter a empresa como uma herança familiar e um investimento de longo prazo, por outro lado há argumentos para suportar a concepção de que empresas familiares possuem incentivos para pagar altos dividendos em atendimento aos interesses pessoais dos membros da família.

Wei et al. (2011) afirmam que dois problemas coexistem em empresas familiares que tornam difícil uma conclusão quanto o controle familiar e a política de dividendos das empresas familiares. Apesar de grandes acionistas possuírem forte motivação para distribuírem dividendos e, assim, promoverem maior valorização de se ações (LEE; XIAO, 2004; CHEN; JIAN; XU, 2009), em virtude de a política de dividendos estar em conformidade com o interesse dos acionistas majoritários ao invés de acionistas minoritários (WEI, et al., 2011), Wei et al. (2011) verificaram em sua pesquisa que as empresas com controle familiar evitam pagar altos dividendos em dinheiro aos seus acionistas.

Quanto ao primeiro problema verificado por Wei et al. (2011) consiste em que os membros da família, por possuírem parte do capital da companhia, têm um maior incentivo para monitorar os gestores para que a gestão da companhia seja mais efetiva. Quando comparada com outros investidores, a família possui maior interesse em investimentos na companhia bem como investimentos de baixo risco (ANDERSON; REEB, 2003; VILLALONGA; AMIT, 2006), ainda, os acionistas familiares estão mais dispostos a se concentrarem no desempenho de longo prazo da empresa e participarem ativamente na gestão da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1986).

Apesar destes aspectos das empresas familiares se mostrarem como positivos num primeiro momento, Wei et al. (2011) declaram que a presença ativa da família na gestão e no capital da empresa pode produzir o efeito “entrincheiramento” dos acionistas minoritários no qual o interesse dos minoritários é reprimido em detrimento dos acionistas majoritários. Para

Wei et al. (2011) este fato facilita o uso de recursos pela família e, em casos de limitações da capacidade de gestão dos membros da família, a eficiência empresarial pode ser prejudicada bem como o seu desempenho e, assim, exercer um efeito negativo sobre a política de dividendos da empresa familiar.

O segundo problema está pautado em Shleifer e Vishny (1997), os acionistas pertencentes a uma família podem se valer do controle e/ou influência que possuem sobre a empresa para extraírem benefícios particulares em detrimento dos acionistas minoritários. Wei et al. (2011) entendem que a atitude da família em proporcionar uma remuneração excessiva aos executivos e aplicar recursos em projetos de longo prazo prejudica os interesses acionistas minoritários, visto que empresas com menos recursos tendem a pagar baixos dividendos.

Em complemento, Shyu (2011) entende que o pagamento de dividendos é baixo em companhias que necessitam de boas oportunidades de investimento e, como podem reduzir os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, reduziriam a necessidade de monitoramento interno pela família, indicando perda de poder, assim, valores altos pagos em forma de dividendos aos acionistas não seria característica das empresas familiares, entretanto o autor reconhece que um maior dividendo pago pode refletir positivamente no valor das ações, que é bem visto pela família, assim, o efeito da propriedade familiar sobre a política de dividendo das empresas mostra-se ambíguo.

Os aspectos trazidos pela literatura permitem argumentar que o efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas pode ser diferente. Por um lado pode ser positivo quando verificado o interesse da família em aumentar o valor da empresa mantendo a companhia como uma herança familiar, por outro lado, este efeito pode ser negativo ao passo que as empresas familiares podem privilegiar os investimentos de longo prazo pela companhia a fim de garantir sua continuidade.

3. METODOLOGIA

Para verificar o efeito da propriedade familiar na política de dividendos de empresas brasileiras realizou-se uma pesquisa descritiva conforme preconizado por Vergara (2000). A abordagem adotada no estudo é de caráter quantitativo devido ao uso de técnicas estatísticas para análise dos dados (RICHARDSON, 1999). Em relação aos procedimentos, a pesquisa se classifica como documental por utilizar dados primários e secundários provenientes do formulário de referência das empresas e demonstrações contábeis.

A população estudada é composta por 191 empresas familiares listadas na bolsa de valores brasileira em 2011. Para identificação das empresas familiares foram consideradas duas características conforme verificado na literatura. A primeira relacionada à concentração de capital votante igual ou superior a 20% com a família, ou a presença de, ao menos, dois membros da família no conselho de administração da companhia, assim, identificou-se 174 empresas cujo capital votante em poder de uma família era igual ou superior a 20% e 17 empresas com menor concentração de capital com a família, entretanto, com a presença de dois ou mais membros da família no conselho de administração.

A amostra não probabilista da pesquisa é composta por 84 empresas familiares. Das 191 empresas, 104 foram eliminadas da amostra por não possuírem todos os dados necessários para a análise dos dados e 3 por terem iniciado suas atividades e apresentado prejuízo no exercício. As variáveis utilizadas na pesquisa foram selecionadas a partir da literatura pesquisada e são dispostas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis do estudo

Tipo de variável	Descrição	Proxy	Fonte
Dependente	Dividendos pagos (<i>payout</i>)	$\frac{\text{Dividendo pago por ação}}{\text{Dividendo por ação}}$	AGO e Economática
Independente	Concentração de capital com a família	$\frac{\text{Nº de ações ordinárias com a família}}{\text{Número total de ações ordinárias da empresa}}$	Formulário de referência
Controle	Oportunidade de crescimento	$\frac{\text{Vendas de 2011}}{\text{Vendas de 2010}} - 1$	Economática
	Oportunidade de investimento	$\frac{\text{Compra de ativo imobilizado}}{\text{Total do ativo}}$	Economática
	Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Total do ativo}}$	Economática
	Tamanho	Logaritmo natural do total do ativo da empresa	Economática

Fonte: Dados da pesquisa.

Para as variáveis de controle espera-se uma relação negativa com a política de dividendos das empresas familiares analisadas, exceto para a variável tamanho. O crescimento da companhia, a presença de investimentos no imobilizado da companhia, bem como um significativo endividamento da companhia, indicam a necessidade de retenção de recursos na empresa, de modo que, estando presente estas condições, a companhia tende a reter recursos e distribuir menos dividendos (SALSA, 2010; SHYU, 2011). Para a variável tamanho, empresas consolidadas no mercado, com significativa estabilidade possuem maior segurança para distribuir maior quantidade de dividendos aos seus acionistas (SALSA, 2010).

Os dados utilizados na pesquisa são referentes ao ano de 2011 e foram coletados a partir da base de dados Economática, exceto a concentração de capital, cuja informação foi coletada no formulário de referência das empresas, que estão disponíveis no sítio da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM) e o valor dos dividendos propostos, coletados nas atas das AGO's das companhias.

Para análise dos dados é utilizada a regressão linear múltipla por meio do *software* SPSS 20®, anteriormente aplica-se a estatística descritiva para caracterização da amostra pesquisada, seguida dos testes necessários para atendimento aos pressupostos da regressão linear, nos quais se incluem o teste de normalidade e de multicolinearidade das variáveis.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para análise dos dados, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. O resultado da estatística descritiva é apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística descritiva

Variáveis	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio padrão
<i>Payout</i>	6,8976	0,0011	0,6079	0,3258	0,9558
Ações com a família	1,0000	0,0000	0,5398	0,5569	0,2506
Oportunidade de crescimento	1,6537	-0,3059	0,1463	0,1278	0,2395
Oportunidade de investimento	0,2174	0,0000	0,0631	0,0518	0,0492
Endividamento	61,6000	0,0000	28,1119	29,5500	17,2729
Tamanho	17,7310	11,3900	14,6899	14,7662	1,5049

Fonte: Dados da pesquisa.

Pelas informações dispostas na Tabela 1 constata-se que o endividamento das empresas pesquisadas foi de 28,1%, em média, podendo ser considerado um percentual relevante apresentando 61,6% com considerável variância, tendo empresa com endividamento

igual a 0%. Para a variável de ações com a família foi constatada a variação percentual de 0% a 100% para as empresas estudadas, sendo apresentado percentual médio de 53,98%, ou seja, verifica-se que, em geral, há uma grande concentração de capital das empresas com as famílias, confirmando que o mercado acionário brasileiro possui característica de mercado concentrado. A variável que representa a oportunidade de crescimento e a variável de investimos verificou-se a média de 14% e 6% respectivamente, essas variáveis são consideradas com variações menos significativas. Para a variável tamanho das empresas constatou-se o percentual de 14,68% em média. De modo geral, as empresas analisadas não possuem significativa variação, exceto para a variável endividamento, cujo desvio padrão é de 17,2729.

Antes da aplicação da regressão linear verificou-se a normalidade dos dados utilizados, que permite a aplicação do teste estatístico escolhido. Ainda, para identificar possíveis problemas de multicolinearidade realizou-se o teste de correlação entre as variáveis independentes tendo em vista que a multicolinearidade aumenta o termo do erro da equação. A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação das variáveis.

Tabela 2 – Correlação entre as variáveis independentes

Variáveis	Concentração de capital	Oportunidade de Crescimento	Oportunidade de Investimento	Endividamento	Tamanho
Concentração de capital	1				
Oportunidade de Crescimento	0,037	1			
Oportunidade de Investimento	0,209	0,002	1		
Endividamento	0,165	-0,222	0,166	1	
Tamanho	0,049	0,122	0,262	0,512	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 2 demonstram que não há alto grau de correlação entre as variáveis, denotando não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão com as variáveis utilizadas, apresentados na Tabela 3.

Na Tabela 3 pode-se constatar também que o teste *Durbin-Watson* apresentou um índice de 2,123, representando não existir problema de alta correlação entre os resíduos. Quanto ao Valor *p* do modelo, este é igual a 0,014, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar a política de dividendos das empresas familiares analisadas (variável dependente). A capacidade explicativa do modelo utilizando regressão linear envolvendo as variáveis independentes consideradas é de 6%, em média, para a política de dividendos das empresas familiares.

Tabela 3 – Regressão linear

Variáveis	Beta	<i>t</i>	<i>p-value</i>
Constante	0,190	0,981	0,329
Concentração de capital	-0,070	-0,650	0,517
Oportunidade de Crescimento	0,075	0,686	0,494
Oportunidade de Investimento	-0,096	-0,889	0,377
Endividamento	0,015	0,006	0,014
Tamanho	-0,136	-1,098	0,275
Valor <i>p</i>	0,014		
Valor de F	6,370		
R ² Ajustado	0,061		
<i>Durbin-Watson</i>	2,123		

Fonte: Dados da pesquisa.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que apenas a variável “Endividamento” é significativa ao nível de 5%, porém, com sinal contrário ao esperado, isto é, com sinal positivo, indicando que um maior endividamento influencia positivamente no montante de dividendos pago pela companhia. Apesar de o resultado ser contrário ao argumento exposto por Salsa (2010) e Shyu (2011), este resultado pode ser apoiado pela teoria da Relevância dos Dividendos ou Teoria do Pássaro na Mão, em que o pagamento de dividendos reduz as incertezas dos investidores e eleva o preço das ações da empresa indicando uma relação direta entre a política de distribuição de dividendos da empresa e o seu valor de mercado (LINTNER, 1962). Isso posto, empresas mais endividadas podem ver na política de dividendos uma forma de atrair investimentos para si, e captar recursos junto ao mercado. Alternativa, em geral, mais barata que a captação de recursos junto a instituições financeiras.

Levando em conta a teoria dos *stakeholders*, tendo em vista que a família se caracteriza como um dos principais *stakeholders* da empresa, este resultado pode apoiar a concepção apresentada por Saravanan (2009), de que as famílias podem vir a descapitalizar a empresa em atendimento aos seus interesses próprios, assim, ainda que endividadas, as empresas familiares tendem a transferir sua riqueza para a família.

Entretanto, a concentração de capital não se mostra significativa no modelo. Assim, pode-se afirmar que no mercado de acionário brasileiro, verifica-se um grupo heterogêneo de empresas familiares. Por um lado identificam-se empresas com significativos pagamentos de dividendos como exposto na Tabela 1, ao passo que há empresas que possuem política de baixo pagamento de dividendos. Assim, pode-se afirmar que no contexto brasileiro existem famílias com característica de descapitalizar a companhia (SARAVANAN, 2009), ao passo que parte das famílias compreende a empresa familiar como uma herança a ser transferida para as próximas gerações (CHAMI, 2001).

Quanto à oportunidade de investimento, oportunidade de crescimento e tamanho, os resultados não significativos indicam, de igual modo, que o mercado de capitais brasileiro é heterogêneo quanto à política de dividendos das empresas familiares. Como argumentado por Fonteles et al. (2012), a política de dividendos reflete uma decisão da gestão da empresa e neste caso pode não haver um consenso quanto a melhor política a ser adotada pela companhia.

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa objetivou verificar o efeito da concentração de propriedade familiar na política de dividendos das empresas familiares brasileiras. Para tanto utilizou-se dados de 2011 de uma amostra de 84 empresas familiares. O teste de regressão indicou que, embora o modelo seja significativo para explicar a política de dividendos das empresas familiares, as variáveis não se mostraram significativa, exceto a variável endividamento.

Constatou-se que a variável “endividamento” se mostrou significativa ao nível de 5% indicando que empresas familiares mais endividadas distribuem mais dividendos. Este resultado permite inferir que, uma vez que a política de dividendos pode impactar no valor de mercado das ações, as empresas endividadas veem no mercado de capitais uma alternativa mais vantajosa de captação de recursos e, propondo maior distribuição de lucros atrai maior número de investidores, com uma fonte de recursos mais barata.

As demais variáveis utilizadas no estudo não se apresentaram significativa, o que indica que o mercado de capitais brasileiro é composto por um grupo heterogêneo de empresas familiares. Isto é, há a presença de empresas familiares com significativos pagamentos de dividendos bem como empresas familiares com política de baixa distribuição de dividendos. Conclui-se que a propriedade familiar não possui um efeito direto sobre a política de dividendos das empresas analisadas.

Destaca-se que a pesquisa possui como limitação a utilização de apenas um ano. Acrescenta-se como limitação a utilização das empresas familiares sem categorização entre aquelas em que já possuem uma gestão profissionalizada daquelas em que a gestão é familiar. Estas limitações podem ter influenciado o resultado da pesquisa, assim, sugere-se, para pesquisas futuras, que seja utilizado um período maior para análise do efeito da concentração da propriedade familiar na política de dividendos das empresas bem como a categorização das empresas familiares a fim de identificar o efeito da concentração de capital em diferentes ambientes de gestão. Recomenda-se ainda, tendo em vista o baixo poder explicativo do modelo, que sejam incluídas outras variáveis no modelo para melhor compreensão da política de dividendos adotada pelas empresas familiares brasileiras.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, jun. 2003.

BARRETO, A. T. **O impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa: o caso das empresas cotadas na Euronext Lisbon-Portugal**. 2011. Mestrado (Mestrado em Finanças Empresariais) – Universidade do Algarve Faculdade de Economia, Faro, 2011.

BRASIL. **Lei 11.941**, de 27 de maio de 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm>. Acesso em: 22 de jun. 2013.

BRENES, E. R.; MADRIGAL, K.; REQUENA, B. Corporate governance and family business performance. **Journal of Business Research**, v. 64, p. 280-285, 2011.

CHAMI, R. What is different about family business? Working Paper: **International Monetary Fund**, 2001.

CHEN, D.; JIAN, M.; XU, M. Dividends for tunneling in a regulated economy: the case of China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 2, p. 209-223, abr. 2009.

CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; LITZ, R. A. Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. **Entrepreneurship: Theory & Practice**, v. 28, n. 4, p. 335-354, 2004.

COLLI, A.; FERNÁNDEZ PÉREZ, P.; ROSE, M. B. National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries. **Enterprise & Society**, v. 4, n. 1, p. 28-64, 2003.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. 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**, v. 1, n. 1, p. 16-29, set./dez. 2007.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FILATOTCHEV, I.; LIEN, Y.-C.; PIESSE, J. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan. **Asian Pacific Journal of Management**, v. 22, p. 257-283, 2005.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C. de; DE LUCA, M. M. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A stakeholder approach to strategic management. In M. Hitt, E. Freeman and J. Harrison, *Handbook of strategic management*, Oxford: Blackwell Publishing, p. 189-207, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263511>. Acesso em: 28, jul. 2013.

IBRAHIM, H.; SAMAD, F. A. Agency costs, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in Malaysia. **South African Journal of Business Management**, v. 42, n. 3, p. 17-25, set. 2011.

IUDÍCIBUS, S; MARTINS, E.; GE LBCK, E. R.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of applied corporate finance**, v. 22, n.1, p. 32-42, 2010.

LEE, C.-W. J.; XIAO, X.. Tunneling Dividends. The Working Paper. **Tulane University**, 2004.

LEONE, N. M. de C. P. G.. **Sucessão na empresa familiar**: preparando as mudanças para garantir sobrevivência no mercado globalizado. São Paulo: Atlas, 2005.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v., 44, n. 3, p. 243-269, aug. 1962.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./abr. 2006.

MARTIN-REYNA, J. M. S.; DURAN-ENCALADA, J. A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: evidence from Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, p. 106-117, 2012.

McGUIRE, J.; DOW, S.; IBRAHIM, B. All in family? Social performance and corporate governance in the family firm. **Journal of Business Research**, v. 65, p. 1643-1650, 2012.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I. Challenge versus advantage in family business. **Strategic organization**, v. 1, n. 1, p. 127-134, 2003.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n.4, p. 411-433, oct. 1961.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, v. 22, n.4, p. 853-886, 1997.

MUÑOZ, V. L. Política de dividendos y conflict en la empresa familiar: El protocolo. **Revista de Empresa Familiar**, v. 2, n. 1, p. 55-63, maio, 2012.

PENG, M. W.; JIANG, Y. Institutions behind family ownership and control in large firms. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 253-273, mar. 2010.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Tourism & Management Studies**, v. 6, p. 162-174, 2010.

SARAVANAN, P. Corporate governance characteristics and company performance of family owned and non-family owned business in India. Working paper: **Indian Institute of Management**, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **Journal of political economy**, v. 94, n. 3/1, p. 461-488, jun. 1986.

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

SHYU, J.. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

SILVA, F.; MAJLUF, N. Does family ownership shape performance outcomes? **Journal of Business Research**, v. 61, p. 609-614, 2008.

SILVEIRA, A. M.; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. R. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 12, n. 1, p. 33-42, jan./mar. 2005.

STANWICK, P. A.; STANWICK, S. D. The relationship between corporate social performance, and organizational size, and environmental performance: an empirical examination. *Journal of Business Ethics*. Dordrecht, v. 17, n. 2, p. 195-204, 1998.

SUNDARAM, A.; INKPEN, A. The Corporate Objective Revisited. Thunderbird School of Management. **Working Paper**, Oct. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=293219>>. Acesso em: 28 de jul. 2013.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, management, and control affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

WARD, J. L. The role of the board in family business strategy. **Family Business Know-How**, v. 4, p. 1-3, jun. 2002.

WEI, Z.; WU, S.; LI, C.; CHEN, W. Family control, institutional environmental and cash dividend policy; evidence from China. **China Journal Accounting Research**, v. 4, p. 29-46, 2011.