
**INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NA
POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS****AUTORES****LETICIA LANCIA NORONHA BELLATO**

Universidade de São Paulo

let.bell@terra.com.br

ALEXANDRE DI MICELI DA SILVEIRA

Universidade de São Paulo

alexfea@usp.br

RUBENS FAMÁ

Universidade de São Paulo

rfama@usp.br

RESUMO

O principal conflito de agência que ocorre nas companhias abertas brasileiras acontece entre acionistas controladores e minoritários como decorrência de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas. Esse conflito é reforçado pela presença de emissão de duas classes de ações com e sem direito a voto. O artigo tem como objetivo verificar a existência de uma relação entre a diferença entre o direito de controle (direito de voto) e o direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total) e a política de dividendos das companhias brasileiras. Foram aplicados o método dos Mínimos Quadrados Ordinário e os procedimentos de Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos com dados em painel para o período de 1998 a 2003. Os resultados obtidos pelos métodos dos Mínimos Quadrados Ordinário e Efeitos Aleatórios mostraram uma relação negativa significativa entre a diferença entre o direito de controle e o direito sobre os fluxos de caixa em posse dos acionistas controladores e o *dividend yield* das empresas, sugerindo que companhias com maior disparidade entre poder dos acionistas controladores e sua participação no capital total tendem a distribuir menos dividendos.

ABSTRACT

The main agency conflict on Brazilian listed companies occurs between controlling and minority shareholders, driven by a context of concentrated ownership structure. The conflict is enhanced by the separation of control rights and cash flow rights held by the

controlling shareholders through the issue of two share classes – voting and non-voting shares. This paper investigates whether the difference between control rights (voting rights) and cash flow rights (stake in the total capital) held by the controlling shareholders of Brazilian companies is related with the dividend policy of those companies. Regression coefficients were estimated by methods of Least Squares, Random Effects and Fixed Effects, applied for a panel of Brazilian listed companies with data ranging from 1998 to 2003. On a general basis, the research indicated a negative relationship between the difference on control and cash flow rights of controlling shareholders and the dividend yield of the firms, suggesting that companies with greater disparity between controlling shareholder's power and its stake in total capital tend to make lower dividend payouts.

Palavras-chave: estrutura de propriedade, política de dividendos, conflito de agência.

INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

1. Introdução

Os conflitos de interesse entre administradores ou acionistas controladores e investidores como acionistas minoritários são centrais na análise das corporações modernas (Jensen e Meckling (1976)).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os administradores que controlam os ativos da empresa podem usá-los para uma gama de propósitos pessoais em detrimento aos interesses dos investidores. A transferência de recursos da empresa pelo acionista controlador pode ser dar por mecanismos como esbanjamento, salários excessivos, venda de ativos da empresa a eles próprios ou a outras empresas que controlam a preços favoráveis, dentre outros. Alternativamente, os controladores podem usar dos ativos para buscar estratégias de investimento que gerem benefícios privados de controle, como crescimento ou diversificação, sem com isso beneficiar os acionistas (Jensen (1986)).

O significado de controladores varia conforme de país para país. Nos Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália, onde a propriedade de grandes corporações é relativamente pulverizada, a maioria das empresas de grande porte é controlada por administradores. Já na maioria dos outros países, grandes empresas tipicamente apresentam acionistas que detêm fração significativa do patrimônio líquido das empresas, como as famílias fundadoras (La Porta *et al.* 1999).

Os acionistas controladores, assim, de acordo La Porta *et al.* (2000), podem efetivamente determinar as decisões dos administradores, os quais tipicamente provêm da família controladora, e, portanto, os problemas administrativos do controle em si não são tão severos quanto nos países desenvolvidos que utilizam o princípio da *common law*. Por outro lado, os acionistas controladores podem implementar políticas para benefício próprio de forma a expropriar os acionistas minoritários. Nesse caso, independentemente da identidade dos controladores, as vítimas do grande acionista controlador são os acionistas minoritários. E são estes acionistas minoritários que irão tipicamente ter gosto pelos dividendos. Esse problema de expropriação ainda pode ser potencializado quando os acionistas apresentam relativamente mais direito de controle do que direito sobre o fluxo de caixa.

La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999) afirmam que em países com menor proteção legal os empreendedores lançam mão de diversos mecanismos para aumentar o

capital próprio da empresa, mas ao mesmo tempo mantendo seu direito de controle sobre ela. No Brasil, o principal mecanismo de separação do direito de voto do direito sobre o fluxo de caixa parece ser emissão de ações preferenciais.

La Porta *et al.* (2000) diz que quanto maiores os direitos dos acionistas minoritários, mais caixa esses conseguem extrair da companhia, tudo mais mantido constante. É importante reconhecer que este argumento não se baseia nos acionistas minoritários tendo direitos específicos sobre os dividendos em si, mas mais sobre direitos de votos sobre a escolha do conselho de administração e de protesto sobre expropriação de riqueza.

Dessa forma, a linha de pesquisa desenvolvida por La Porta *et al.* (1998) argumenta que as diferenças entre os sistemas de governança entre os países adviriam dos diferentes graus de proteção legal oferecidos aos investidores contra a expropriação dos acionistas controladores. A análise da proteção legal dos investidores foi estendida por La Porta *et al.* (2000) e Claessens *et al.* (2002) sugerindo que diferenças legais e a garantia da aplicação dessas causariam diferentes estruturas de propriedade, política de dividendos e valorização da empresa.

Desta maneira, a literatura nesse campo estudou as diferenças de estrutura de propriedade e política de dividendos entre países, no entanto, é provável que empresas situadas em um mesmo país apresentem diferentes níveis de concentração de propriedade e política de distribuição de dividendos.

Já a questão dos dividendos tomou a atenção de alguns autores como Modigliani e Miller (1958) que estabeleceram que, num mercado de capitais perfeito, quando a política de investimentos é mantida constante, sua política de distribuição de dividendos não terá conseqüências sobre a riqueza do acionista. Maiores *dividend payouts* levarão a menores retenções de ganhos e ganhos de capital, e vice-versa, não impactando na riqueza total dos acionistas. Contrariamente a esta predição, no entanto, Lintner (1956) argumenta que as empresas seguem estratégias deliberadas de pagamento de dividendos.

No Brasil, uma característica marcante apresentada pelas companhias abertas, como demonstrado por Leal *et al.* (2002), é uma grande concentração das ações com direito a voto. Outro aspecto relevante do modelo de governança das empresas brasileiras é o alto índice de emissão de ações preferenciais. Os autores apontam que 89% das companhias abertas emitem ações sem direito a voto, o que representa, em média, 46% do capital dessas empresas. Como resultado, Leal *et al.* (2002) argumentam que a emissão de ações preferenciais corresponde ao principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias, permitindo que aos acionistas majoritários mantenham o controle com participação no capital da empresa menor do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de controle e conseqüentemente, aumentando o incentivo de expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Dessa forma, diversos estudos como os de Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999, 2000, 2002), Claessens *et al.* (2002) sugerem que a concentração de direitos de votos nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com um 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, uma maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores estaria associada com uma maior expropriação dos acionistas minoritários. Em contrapartida, segundo Carvalho da Silva (2004), um de maior *payout* de dividendos pode ser considerado um meio de estabelecer uma reputação para tratar os acionistas minoritários adequadamente.

Assim, espera-se que empresas com maior disparidade entre poder de tomada de decisão e participação no total de recursos alocados na companhia pelo acionista controlador apresentem baixas taxas de pagamento de dividendos sobre o preço da ação (*dividend yield*).

2. Metodologia

2.1 Definição Operacional das Variáveis

Neste artigo investiga-se se a diferença entre o direito de voto e a participação total no capital total detido pelos acionistas controladores relaciona-se significativamente com a política de dividendos da empresa. A diferença entre o direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa atua como variável independente enquanto que a taxa de pagamento de dividendos como variável dependente. Nos modelos são utilizadas variáveis de controle a fim de isolar possíveis influências sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse do estudo.

2.1.1 Variável Independente

A diferença entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controle detidos pelo acionista controlador é definida como:

- *DIF* – diferença entre o percentual da participação do(s) acionista(s) controlador (es) no total de ações ordinárias e do percentual da participação do(s) acionista(s) controlador (es) no total de ações da companhia, definição semelhante à adotada por Cronqvist e Nilsson (2003).

Essa variável busca medir o grau de desalinhamento entre a concentração de votos e a concentração de propriedade dos acionistas controladores.

2.1.2 Variáveis Dependentes de Política de Dividendos da Empresa

A variável independente utilizada para retratar a política de dividendos da companhia foi e a taxa pagamento de dividendos sobre o preço. Essa variável pode ser identificada como:

- *Dividend Yield (DY)* - coletada no banco de dados da Economática® e é calculada como o quociente entre os dividendos pagos e o preço da ação, sendo os dividendos medidos em valores reais nominais ao final de cada exercício.

2.1.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exerçam tanto em relação às variáveis dependentes (índice de *payout* e *dividend yield*) como na variável independente de estrutura de propriedade, o *DIF*. Caso alguma variável que possua forte correlação concomitantemente com a variável independente e com alguma das variáveis dependentes seja omitida no modelo como variável de controle (que é uma variável independente), a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada de forma correta. As variáveis de controle utilizadas foram:

- *Setor de Atuação (DIND)* – utilizadas variáveis binárias para representar o setor. Estas variáveis atribuem valor 1 para as empresas pertencentes a um setor específico e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. Foi adotado o critério de

classificação amplo da Economática® que divide as empresas em 18 categorias: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais, mineração; Minerais não metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia e Metalurgia; Telecomunicações; Têxtil; Transportes; Serviços; Veículos e Peças.

- *Liquidez das ações (LIQ)* – calculada pela Economática® para períodos de doze meses;
- *Alavancagem Financeira (DIVAT)* - calculada como a razão entre o endividamento total da empresa e seu ativo total;
- *Tamanho da Empresa (LOGREC)*, medido pelo logaritmo do valor da receita da empresa;
- *Desempenho Corporativo (QTOBIN)* – o “Q de Tobin” é estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994) e discutida por Famá e Barros (2000), que definem o Q de Tobin como:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

onde

VMAO = valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP = valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT = valor contábil do exigível total, sendo igual a passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível a longo prazo mais os estoques;

AT = ativo total da companhia.

- *Geração de Caixa (LAJIRDA)* – dada pelo lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização (EBITDA) da companhia dividido pelo ativo total;
- *Identidade do Acionista Controlador (IDENT)* – representada por um conjunto e variáveis binárias pela identificação do controle da companhia junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, as variáveis binárias serão: propriedade privada estrangeira (*IDENT1*), propriedade privada nacional (*IDENT2*), propriedade familiar (*IDENT3*), propriedade por bancos e outras instituições financeiras (*IDENT4*), propriedade por fundos de pensão (*IDENT5*) e propriedade estatal (*IDENT6*).

Para correta identificação do percentual de votos em posse dos acionistas controladores foram também analisadas estruturas piramidais de propriedade, identificando-se os proprietários em comum entre os vários acionistas e não somente o controle direto. No caso de estruturas familiares, foi considerada a soma do bloco controlador levando em consideração a posse das ações por parentes com mesmo sobrenome. No caso de haja acordo de acionistas, foi considerada a porcentagem de controle total do bloco de acordo.

Além as variáveis de controle, também foram criadas variáveis *dummies* para cada ano da amostra de forma a isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que afetaram o conjunto das empresas.

2.2 Modelo Empírico

Para verificar a suposta existência de algum relacionamento significativo entre as variáveis de diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (DIF) e a variável de política de dividendos da empresa (DIVYIELD) e avaliar se empresas que

possuem acionista controladores com maior disparidade entre direitos distribuem menos dividendos, o modelo proposto foi uma relação linear entre as variáveis:

$$Y_{it} = \alpha + \beta * X_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j * VC_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde

Y_{it} = variável dependente de política de dividendos (*DIVYIELD*);

X_{it} = variável independente de estrutura de propriedade (*DIF*);

VC_{jit} = variável de controle j medida para a empresa i no ano t ;

ε_{it} = termo de erro que capta a parcela de Y_{it} não explicada pelo modelo.

Dessa forma, foi aplicado o modelo dos mínimos quadrados ordinários utilizando o seguinte com base no seguinte modelo geral:

$$\begin{aligned} DIVYIELD_{it} = & \alpha + \beta_1(DIF)_{it} + \beta_2(Q)_{it} + \beta_3(DIVAT)_{it} + \beta_4(LOGREC)_{it} + \beta_5(LAJIRDA)_{it} \\ & + \beta_6(LIQ)_{it} + \beta_7(IDENT)_{it} + \beta_8(IND)_{it} + \beta_8(ANO)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

A hipótese de pesquisa considerada é a de que quanto maior a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa detido pelos acionistas controladores, menor será a distribuição de dividendos por parte da empresa. Dessa maneira, espera-se que o coeficiente β_1 estimado seja negativo e estatisticamente significativo.

A equação (1) apresenta, no entanto, uma possível deficiência por desconsiderar fatores não observáveis que podem prejudicar a correta identificação do relacionamento entre a variável *dividend yield* e seus possíveis determinantes. Se algumas das variáveis que foram omitidas ao mesmo tempo influenciar o *dividend yield* e for correlacionada com os regressores incluídos, os coeficientes estimados em (2) serão inconsistentes, refletindo um relacionamento espúrio entre as variáveis de interesse. Dessa forma, seria mais conveniente trabalhar com o seguinte modelo mais geral:

$$\begin{aligned} DIVYIELD_{it} = & \alpha + \beta_1(DIF)_{it} + \beta_2(Q)_{it} + \beta_3(DIVAT)_{it} + \beta_4(LOGREC)_{it} + \beta_5(LAJIRDA)_{it} \\ & + \beta_6(LIQ)_{it} + \beta_8(ANO)_{it} + u_i + \eta_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

onde

u_i = efeito específico não observável da i -ésima empresa

η_{it} = termo de erro da i -ésima empresa no ano t

Neste caso, α pode ser interpretado como o efeito específico médio do conjunto das empresas. As variáveis de controle consideradas passam a ser somente aquelas que apresentam variação ao longo do tempo sendo, portanto, desconsideradas as variáveis de setor de atuação (*DIND*) e identidade do acionista controlador (*IDENT*), as quais seriam perfeitamente colineares com u_i . Se η_{it} não for correlacionado com os regressores, incluindo u_i , os coeficientes estimados serão consistentes, sendo esta a hipótese de identificação do modelo. A equação (3) foi estimada por meio dos procedimentos de efeitos Fixos (EF) e de Efeitos Aleatórios (EA).

2.3 Amostragem e Coleta de Dados

A amostra do estudo compreende todas as companhias abertas não financeiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) cujas ações apresentaram liquidez significativa no período de 1998 a 2002. As empresas foram entendidas como apresentando ações com liquidez significativa quando, de acordo com o índice Econômica, obtiveram índice de liquidez anual maior que 0,001% em 50% ou mais do período em que a ação foi negociada até o ano de 2002. Essa restrição foi imposta pelo fato de ações de empresas com baixa liquidez possuírem uma chance menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado, necessárias para o cálculo do Q de Tobin. Dessa forma, a amostra constituiu-se de 148 empresas. O nível de liquidez mínimo foi estabelecido de forma arbitrária dado que não há padrão algum amplamente aceito na literatura tanto em termos relativos como absolutos.

Os dados da pesquisa foram coletados junto aos sistemas de informação Econômica® e Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários (DIVEXT).

3. Resultados

Para realizar a regressão utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários, foi calculada, inicialmente, uma matriz de correlações. A matriz de correlações apontou uma correlação negativa significativa a 1% entre as variáveis de interesse *DIF* e *DIVYIELD*, incentivando o prosseguimento do estudo por sugerir altas possibilidades de que a hipótese de pesquisa fosse corroborada.

Os principais resultados da regressão realizada pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com base no modelo (2) e pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e Efeitos Fixos (EF) utilizando o modelo (3) para um painel de empresas no período de 1998 a 2003 são apresentados na Tabela 2:

	Variável Dependente		
	<i>DivYield</i>		
	(MQO)	(EA)	(EF)
DIF	-3,1165** (-2,19)	-3,9940** (-2,26)	-2,3743 (-0,59)
const	9,3417** (2,08)	-	10,9132 (1,05)
Variáveis de controle:			
<i>QTOBIN</i>	-3,3670* (-4,85)	-3,1382* (-3,91)	-2,0969** (-2,07)
<i>DIVAT</i>	-2,9086** (-2,19)	-2,4504*** (-1,89)	-2,3551 (-1,28)
<i>LOGREC</i>	1,1326** (2,07)	0,4671 (0,74)	0,0295 (0,02)
<i>LAJIRDA</i>	13,3336* (4,31)	7,9882* (2,78)	1,6107 (0,44)
<i>LIQ</i>	-0,0027 (-0,01)	0,3591 (0,79)	0,985 (1,62)
<i>Dummy IDENT</i>	SIM	NÃO	NÃO
<i>Dummy IND</i>	SIM	NÃO	NÃO
<i>Dummy ANO</i>	SIM	SIM	SIM
<i>R</i> ²	0,2425	0,1699	0,1256
<i>Prob (F)</i>	0,0000		0,0000
<i>Prob > chi2</i>		0,0000	
<i>Empresas (n)</i>	148	148	148

A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 2.1. Os dados são relativos ao período de 1998 a 2003. Os números entre parênteses indicam a estatística *t* no caso do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e do procedimento dos efeitos fixos (EF) e indicam a estatística *z* no caso do procedimento dos efeitos aleatórios (EA). Para o MQO, realizaram-se regressões com erros padrões robustos a heterocedasticidade White. *, ** e *** correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 2. Estimativas da influência do DIF no Dividend Yield.

Pode ser observada uma relação negativa significativa a 5% entre a diferença entre o percentual de ações ordinárias e do total de ações detidas pelos acionistas controladores (DIF) e a taxa de distribuição de dividendos (*dividend yield*), corroborando a hipótese de que quanto maior a diferença percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações em posse dos acionistas controladores, menor será a taxa de distribuição de dividendos aos acionistas preferenciais.

Assim, os resultados sugerem um maior potencial de expropriação dos acionistas minoritários em empresas que apresentam maior disparidade entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores.

Já as variáveis relacionadas à identidade do acionista controlador, omitidas da tabela por limitação de espaço, não apresentaram significância estatística com exceção do caso do controlador ser uma única família ou um único investidor, incluindo casos de controles exercidos por fundações ou *holdings* que representam os fundadores ou herdeiros da empresa (*IDENT3*) que se apresenta significativa estatisticamente a 10% pelo método MQO.

Outro aspecto relevante foi uma relação linear negativa e significativa encontrada como resultado em todos os métodos utilizados entre o *dividend yield* e o Q de Tobin indicando que quanto maior a taxa de pagamento de dividendos menor será o valor de mercado da empresa.

Quanto as variáveis que representam os setores de atividade das empresas, omitidas na Tabela 2, todas apresentaram coeficientes lineares negativos e significantes estatisticamente a pelo menos 10% pelo método MQO.

Por fim, as variáveis relacionadas a cada ano dentro do período da amostra, demonstram ter, no geral, coeficientes, apesar de diferentes quanto aos sinais, estatisticamente significantes pelos métodos MQO e Efeitos Fixos.

Cabe ressaltar que consistência do modelo de EA depende da não-correlação de μ_i com os regressores. Essa hipótese é testada por meio do procedimento de Hausman a fim de verificar qual dos dois procedimentos, Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos, é mais adequado. O teste consiste na comparação dos dois conjuntos de estimativas. Se as diferenças entre os coeficientes não são significantes estatisticamente, ou seja, se a hipótese nula do teste não for rejeitada, tem-se uma evidência em favor da consistência do estimador EA. Caso contrário, o estimador EF deve ser preferido, por ser o único consistente independentemente da rejeição ou não da hipótese nula de que não há diferença entre as estimativas.

Após aplicar o teste de Hausman, os resultados apontaram para a não rejeição da hipótese nula, obtendo-se, portanto, uma evidência em favor da consistência do estimador EA. Os resultados do teste de Hausman, no entanto, por serem sensíveis a desvios em relação às suposições de homocedasticidade e não-autocorrelação dos termos de erro, devem ser interpretados com cautela.

4. Considerações Finais

O objetivo principal do artigo foi verificar a relação entre a diferença entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa e a política distribuição de dividendos para um painel de companhias abertas brasileiras entre os anos de 1998 e 2003.

Os resultados obtidos pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) demonstram uma relação negativa significativa entre a diferença de poder de tomada de decisão e participação no total de recursos investidos na companhia pelo controlador (DIF) e a taxa de distribuição de dividendos (DIVYIELD).

No entanto, como ressaltado em seção anterior, a estimação pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários desconsidera a existência de variáveis não-observáveis, o que poderia gerar um viés de variáveis omitidas. Assim, quando da aplicação de uma especificação mais geral, contemplando fatores não-observáveis além das variáveis de controle utilizadas, com estimação pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e Efeitos Fixos (EF), deparou-se com grande disparidade quanto à significância estatística do coeficiente da variável *DIF*, sendo que o primeiro manteve os resultados obtidos pelo método dos MQO enquanto no segundo o coeficiente do *DIF* passou a não apresentar mais significância estatística.

No entanto, ao aplicar-se o teste de Hausman a fim de verificar quais dos dois procedimentos, Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos, era mais adequado, verificou-se que as

estimativas por EA são preferidas. Entretanto, o resultado do teste de Hausman deve ser interpretado com cautela por serem sensíveis a desvios em relação às suposições de homocedasticidade e não auto-correlação dos termos de erro.

Enfim, quando utilizados os métodos MQO e Efeitos Aleatórios (EA) encontrou-se relação negativa significativa estatisticamente entre a disparidade entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores e a taxa de distribuição de dividendos. Porém, quando do uso de especificação mais geral do modelo estimada pelo procedimento de Efeitos Fixos (EF), no caso mais robusto estatisticamente, encontra-se relação negativa não significativa entre a variáveis.

Portanto, os resultados indicam relação negativa significativa entre as variáveis de interesse, mas devem ser interpretados com cautela, pois quando do uso de um dos métodos de estimação mais robustos deixam de apresentar significância estatística e a preferência pela estimativa entre os métodos mais robustos que, no caso, apresentaram grande disparidade quanto à significância do coeficiente da variável independente de interesse, é obtido por teste altamente sensível.

5. Referências Bibliográficas

- CARVALHAL DA SILVA, André L. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*. São Paulo, v. 39, nº 4, pp. 348-361, out./nov./dez. 2004.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; LANG, Larry H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, nº 6, pp. 2741-2771. Dec. 2002.
- CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. A Simple approximation of Tobins's Q. *Financial Management*, v. 23, nº 3, pp. 70-74, Autumn 1994.
- CRONQVIST, Henrik; NILSSON, Mattias. Agency Costs Of Controlling Minority Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, nº4, December 2003, pp. 695-719.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres. Q de Tobin e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 7, nº 4, out./dez. 2000.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.1, p.305-360, Oct. 1976.
- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, v. 54, nº 2 , pp.471-517, April 1999.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, v. 55, nº 1, pp. 1-33, Feb. 2000.
- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, v. 57, nº 3, pp. 1147-1170, June 2002.

- LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; CARVALHA DA SILVA, André ; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v.6, n.1, p.07-18, jan./abr. 2002.
- LINTNER, John. Distribuion of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, v. 46, 1956, pp. 97-113.
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M.H., “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”. *The American Economic Review*, vol. 48, nº3, pp. 261-297, June 1958.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, nº 2, pp. 737-783, June 1997.
- SILVEIRA, Alexandre di Miceli da (2002), *Governança Corporativa, Desempenho e valor da Empresa no Brasil*, 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.