

# Coalizão de acionistas e dividendos: evidências do mercado de capitais brasileiro

Silvia Consoni<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-3967-7006>

E-mail: silviaconsoni@ufpr.br

Romualdo Douglas Colauto<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-3589-9389>

E-mail: rdcolauto.ufpr@gmail.com

<sup>1</sup> Universidade Federal do Paraná, Departamento de Ciências Contábeis, Curitiba, PR, Brasil

Recebido em 18.08.2022 – Desk aceite em 29.08.2022 – 2ª versão aprovada em 13.12.2022

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editora Associada: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

## RESUMO

Este artigo examina o efeito da heterogeneidade das coalizões de acionistas na distribuição de dividendos em empresas listadas no Brasil. Para análise da relação entre grandes acionistas e dividendos, é crucial considerar a maneira pela qual o controle é assegurado. Grandes acionistas podem compartilhar o controle formando coalizões, e diferenças na composição das coalizões podem alterar os incentivos que as partes cooperantes têm para a atividade de monitoramento. Com base nos acordos de acionistas, exploramos a heterogeneidade entre as coalizões de acionistas apresentando elementos que podem caracterizar o papel do controle compartilhado na governança corporativa das empresas em um ambiente de mercado descrito pela concentração do controle em um único grande acionista. Este estudo apresenta potenciais impactos econômicos e sociais, pois é de particular interesse dos acionistas *outsiders*, e até mesmo de potenciais investidores, saber como os *insiders* podem usar a política de dividendos, uma vez que a distribuição de lucros tende a mitigar problemas de agência. Para identificar as coalizões de acionistas recorreremos aos acordos de acionistas. O modelo de análise foi estimado pelo *system generalized method of moments* (GMM-Sys) de dois estágios com dados em painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019. Descobrimos que o número de acionistas na coalizão e a alavancagem dos direitos de voto do maior acionista da coalizão estão negativamente relacionados aos dividendos distribuídos, e que os direitos de voto da coalizão estão positivamente relacionados aos dividendos distribuídos. Esses resultados contribuem para a abordagem principal-principal da teoria da agência e destacam que os incentivos e a capacidade das coalizões de acionistas para perseguirem benefícios privados do controle dependem de suas próprias características.

**Palavras-chave:** governança corporativa, grandes acionistas, coalizão de acionistas, dividendos, distribuição do controle.

## Endereço para correspondência

Silvia Consoni

Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis

Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 – CEP 80210-170

Jardim Botânico – Curitiba – PR – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo também foi traduzido para o idioma inglês, publicado sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221769.en>

Este artigo deriva de uma tese de doutorado defendida pela autora Silvia Consoni, em 2021.

Trabalho apresentado no XLVI Encontro da ANPAD, setembro de 2022.



## 1. INTRODUÇÃO

A teoria da agência é um dos muitos pontos de partida para explicar o pagamento de dividendos pelas empresas (Booth & Zhou, 2017). Nessa perspectiva teórica, os dividendos são considerados um mecanismo de proteção dos interesses dos acionistas (La Porta et al., 2000; Rozeff, 1982), porque reduzem os incentivos dos *insiders* para o uso do fluxo de caixa livre em benefício próprio (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

A estrutura de propriedade é, portanto, um fator determinante do pagamento de dividendos, apesar de a interpretação da direção de influência não ser trivial. Alguns estudos discutem que a concentração da propriedade em um grande acionista torna a distribuição de dividendos um dispositivo de controle redundante da administração (Farinha, 2003; Goergen et al., 2005; Renneboog & Trojanowski, 2007), enquanto outros propõem que diante do alto risco de expropriação dos *outsiders* pelos *insiders* são necessários dividendos vultosos para transmitir que isso não ocorre (Amoako-Adu et al., 2014; La Porta et al., 2000; Truong & Heaney, 2007).

A distribuição da propriedade entre vários grandes acionistas pode promover a atividade de monitoramento multilateral (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röell, 1998) e afetar a decisão sobre a distribuição de dividendos. Faccio et al. (2001) observaram que a soma das participações dos grandes acionistas está associada a uma menor proporção de dividendos distribuídos pelas empresas do Leste da Ásia no período de 1992 a 1996 comparada às empresas da Europa Ocidental. Gugler e Yurtoglu (2003), Gonzalez et al. (2017) e Jiang et al. (2019) mostraram que a propriedade de outros grandes acionistas molda o efeito da propriedade do maior acionista na distribuição dos dividendos, limitando a expropriação na Alemanha, na América Latina e na China, respectivamente.

Contudo, para análise do efeito da propriedade de grandes acionistas na distribuição dos dividendos, é crucial considerar a forma pela qual o controle é assegurado, pois as funções desempenhadas por grandes acionistas como controladores ou monitores não serão claramente separadas se optarem pela formação de coalizões (Russino et al., 2019; Wang, 2017). As coalizões de acionistas concentram o poder de controle e atuam no alinhamento dos interesses entre o proprietário e a administração (Bennedsen & Wolfenzon, 2000). Em contrapartida, as coalizões de acionistas podem criar condições para que as partes cooperantes atuem na extração de benefícios privados do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1995).

Com base em uma amostra de empresas do Reino Unido da década de 1990, Renneboog e Trojanowski

(2007) documentaram que a lucratividade aumenta a propensão para a distribuição de dividendos, e que o poder de voto das coalizões teóricas interfere negativamente nessa relação, sugerindo o efeito substituto do monitoramento pelo qual os dividendos não precisariam constituir um dispositivo de controle adicional da gestão. López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) avaliaram que, na Espanha, a relação negativa entre as coalizões de acionistas e a política de dividendos pode ser explicada pela extração dos benefícios privados do controle. Jiang et al. (2019) observaram que, após a atividade de *tunneling* ser coibida na China, a relação entre grandes acionistas e dividendos é positiva. Essa relação permanece, mesmo com a necessidade de cooperação entre o maior acionista e as contrapartes menores para o exercício do controle corporativo.

Neste estudo, reabrimos o debate sobre o papel da interação cooperativa entre grandes acionistas na governança corporativa, ao examinarmos o efeito da heterogeneidade das coalizões de acionistas na distribuição de dividendos em empresas listadas no Brasil. Argumentamos que diferenças na composição das coalizões podem alterar os incentivos que as partes cooperantes têm para a atividade de monitoramento, e que isso é mais relevante para a análise do potencial de expropriação do que considerar apenas a presença das coalizões de acionistas.

Avançamos sobre esse ponto explorando o tamanho das coalizões pelo número de acionistas cooperantes e direitos de voto que acumulam, porque são aspectos que moldam a alocação do poder de controle na coalizão e, por conseguinte, os incentivos à expropriação dos recursos corporativos. Para Bennedsen e Wolfenzon (2000), uma coalizão com expressivos direitos de voto, desde que não inclua todos os grandes acionistas da estrutura de propriedade, está mais susceptível aos benefícios compartilhados do controle. Assim, a propensão à extração de benefícios privados do controle pelas coalizões aumenta quando as partes cooperantes concentram o poder de controle, mantendo reduzida participação individual no fluxo de caixa.

Além disso, analisamos a relação entre a alavancagem do poder de controle do maior acionista na coalizão e a distribuição de dividendos (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015), e se essa relação é moderada pela identidade dos dois maiores acionistas cooperantes (Basu et al., 2017; Maury & Pajuste, 2005) e pela cláusula de reunião prévia dos acordos de acionistas (Gelman et al., 2015). Baglioni (2011) apresenta evidências de as coalizões de acionistas aumentarem o poder de controle do maior acionista cooperante. Devido à interdependência negativa

entre grandes acionistas, Zwiebel (1995) argumenta que as coalizões são formadas porque existem benefícios privados divisíveis do controle.

Para identificar as coalizões de acionistas, recorremos aos acordos de acionistas utilizando abordagem semelhante à adotada por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015). Dessa forma, os resultados apresentados não são interpretados com base em medidas de probabilidade da formação de coalizões ou coalizões teóricas [p.ex., Basu et al. (2017), Crespi e Renneboog (2010), Jiang et al. (2019) e Renneboog e Trojanowski (2007)].

Os acordos de acionistas são preponderantemente estruturados para organizar e preservar o controle em um grupo de acionistas (Baglioni, 2011; Gorga, 2009; Villalonga & Amit, 2009), garantindo estabilidade ao controle compartilhado (Gomes & Novaes, 2005). Por isso, acreditamos que os acordos de acionistas permitem reconhecer em quais acionistas o lócus de poder se encontra, atributo desejável para a análise proposta.

Variações na aplicação da lei entre países e de estrutura de propriedade entre empresas são aspectos sensíveis à análise do efeito dos grandes acionistas nos dividendos (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Faccio et al., 2001; Fidrmuc & Jacob, 2010; La Porta et al., 2000). Nesse sentido, três aspectos principais caracterizam o cenário empírico.

Primeiro, a celebração de acordos de acionistas é acentuada em empresas listadas no Brasil (Carvalho, 2012; Gorga, 2009; Silva et al., 2018). Apesar disso, a análise da estrutura de propriedade como um dos determinantes da distribuição de lucros nesse contexto tem negligenciado a formação de coalizões e obtido resultados mistos [p.ex., Colombo e Terra (2022), Crisóstomo e Brandão (2016), Dalmácio e Corrar (2007), Forti et al. (2015), Hahn et al. (2010), Vancin e Kirch (2020)].

Segundo, o mercado de capitais brasileiro, comparado aos mercados desenvolvidos, é percebido como ambiente de regras imprecisas e sujeitas a controvérsias (Black et al., 2009). No Brasil, prevalecem as estruturas de propriedade altamente concentradas e baixa contestabilidade do controle (Black et al., 2009; Crisóstomo et al., 2020), enquanto os acionistas que não têm propriedade suficiente para alcançar o controle individual de forma permanente tendem a celebrar acordos de acionistas (Gorga, 2009; Silva et al., 2015).

## 2. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Apesar de a interação não cooperativa entre grandes acionistas promover o monitoramento multilateral de forma independente (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röell, 1998) e afetar positivamente a distribuição de

Por fim, as empresas listadas no Brasil são obrigadas por lei a distribuir dividendos (Martins & Novaes, 2012). Embora a obrigatoriedade possa dissuadir a conduta oportunista dos acionistas *insiders* em relação aos acionistas *outsiders*, a política de dividendos ideal vai além do escopo do regulamento (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Atanassov & Mandell, 2018; Fidrmuc & Jacob, 2010; La Porta et al., 2000).

O modelo de análise foi estimado pelo método *system generalized method of moments* (GMM-Sys) de dois estágios com dados em painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019. Descobrimos que o número de acionistas da coalizão e a alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista da coalizão estão inversamente relacionados aos dividendos distribuídos, e que os direitos de voto da coalizão estão positivamente relacionados aos dividendos distribuídos. Apesar de essa relação positiva sugerir o efeito alinhamento de interesses devido ao provável efeito alinhamento (Bennedsen & Wolfenzon, 2000), avaliamos que a relação negativa prevalece e condiz com a ideia de as coalizões preferirem manter mais recursos corporativos para uso discricionário em benefício próprio (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1995).

Esses resultados contribuem para a literatura que avalia o papel dos grandes acionistas na governança corporativa, pois, ao incorporarmos a heterogeneidade das coalizões de acionistas nas análises, destacamos o que pode ser sintomático em relação à extração de benefícios privados do controle pelas coalizões (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1995), mesmo existindo a obrigação legal para a distribuição de lucros pelas empresas listadas no Brasil.

Nossas descobertas complementam o estudo de López-Iturriaga e Santana-Martín (2015), além das investigações que no contexto brasileiro mantiveram o foco na relação entre a concentração de propriedade do maior acionista e dividendos [p.ex., Crisóstomo e Brandão (2016), Dalmácio e Corrar (2007) e Hahn et al. (2010)] ou que documentaram existir um efeito positivo dos acordos de acionistas no valor corporativo (Carvalho, 2012; Silva et al., 2018). Estabelecemos um contraponto às investigações de Gonzalez et al. (2017), Gugler e Yurtoglu (2003), Jiang et al. (2019) e Renneboog e Trojanowski (2007), mostrando que a interação entre múltiplos grandes acionistas nem sempre aumenta a efetividade da atividade de monitoramento.

dividendos (Gugler & Yurtoglu, 2003; Jiang et al., 2019), existe a possibilidade de grandes acionistas formarem coalizões (Russino et al., 2019). As coalizões de acionistas podem estar associadas aos benefícios compartilhados

do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Carvalho, 2012; Gomes & Novaes, 2005) e aos benefícios privados do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Russino et al., 2019; Zwiebel, 1995).

Bennedsen e Wolfenzon (2000) e Zwiebel (1995) aludem que as coalizões de acionistas são formadas quando as participações acionárias das partes cooperantes estão abaixo do limiar de controle ou quando a diferença das participações detidas pelos acionistas é relativamente pequena. Nessa linha, Silva et al. (2015) mostram que nas empresas listadas no Brasil a probabilidade de acordos de acionistas aumenta quando os direitos de voto do maior acionista não são suficientes para o exercício unilateral do controle corporativo.

Em particular, Zwiebel (1995) assevera que o maior acionista, ao engajar a contraparte menor em uma coalizão, busca obter benefícios privados divisíveis do controle. López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) relatam que a presença de coalizões de acionistas em empresas listadas na Espanha está negativamente relacionada à política de dividendos. Nesse sentido, as coalizões de acionistas podem preferir uma menor proporção de dividendos para manterem mais recursos corporativos sob seu poder discricionário. Com base nisso, apresentamos a seguinte hipótese:

H<sub>1</sub>: as coalizões de acionistas exercem efeito negativo na distribuição de dividendos.

No entanto, a presença das coalizões de acionistas por si só pode não ser suficiente para caracterizar que efeitos exercem sobre a distribuição de lucros. Como as coalizões são heterogêneas, um aspecto importante diz respeito à alocação do poder de controle nas coalizões (Basu et al., 2017; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Gomes & Novaes, 2005; Zwiebel, 1995).

Bennedsen e Wolfenzon (2000) entendem que o compartilhamento do controle entre grandes acionistas aumenta os incentivos para a atividade de monitoramento da gestão pelas partes cooperantes, afinal, formar uma coalizão significa concentrar o poder de controle para reforçar decisões estratégicas conjuntas. Assim, conjecturamos que os direitos de voto da coalizão são uma medida para avaliar o potencial conflito de agência principal-agente:

H<sub>2</sub>: os direitos de voto da coalizão exercem efeito positivo na distribuição de dividendos.

Gomes e Novaes (2005) explicam que as decisões tomadas pela coalizão são o resultado do consenso entre as partes cooperantes, razão pela qual as coalizões deveriam reunir o maior número possível de acionistas.

Esse raciocínio informa que o processo de negociação na coalizão é o que caracteriza a atividade de monitoramento multilateral e impede decisões unilaterais. Além disso, a vantagem informacional que as partes cooperantes têm ao compartilharem o controle potencialmente reduz os incentivos da gestão para investimentos de valor líquido negativo, especialmente em contextos de fraca proteção legal.

Em contrapartida, Bennedsen e Wolfenzon (2000) avaliam as condições que levam à formação de coalizões e demonstram que os benefícios compartilhados do controle são prováveis quando as coalizões de acionistas têm o número mínimo de acionistas necessários para o exercício do poder de controle. À medida que o número de acionistas aumenta nas coalizões, a participação individual das partes cooperantes no fluxo de caixa tende a reduzir, e isso tornaria a expropriação extremamente viável. Dessa forma, presumimos que:

H<sub>3</sub>: o número de acionistas na coalizão exerce efeito negativo na distribuição de dividendos.

Em estruturas de propriedade com múltiplos grandes acionistas, o segundo maior acionista pode disciplinar o maior acionista (Bloch & Hege, 2001; Pagano & Röell, 1998). Gugler e Yurtoglu (2003) avaliaram que o segundo maior acionista exerce pressão para a distribuição de dividendos em empresas da Alemanha. Gonzalez et al. (2017) mostraram existir relação negativa entre o segundo maior acionista e dividendos em países da América Latina, a qual interpretaram com base no efeito substituto do monitoramento pela contraparte menor no uso do fluxo de caixa livre pelo maior acionista.

Todavia, a concepção de monitoramento independente por grandes acionistas é um dos pontos intrigantes para a avaliação do papel das coalizões, pois essas alianças podem ser apenas um dos muitos subterfúgios à alavancagem do poder de controle do maior acionista (Baglioni, 2011; Villalonga & Amit, 2009; Wang, 2017; Zwiebel, 1995). No caso, a contestabilidade do controle (Bloch & Hege, 2001) parece não factível se o maior acionista tem a capacidade de sobrepor seus próprios interesses nos processos decisórios da coalizão.

A análise de Baglioni (2011) mostra que as coalizões de acionistas aumentam o poder de voto do maior acionista cooperante se esse detém isoladamente níveis relativamente baixos de propriedade (controle). López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) constataram que a alavancagem do poder de controle do maior acionista da coalizão está negativamente relacionada à política de dividendos de empresas espanholas. Nesse sentido, acreditamos que:

H<sub>4</sub>: a coalizão de acionistas, ao alavancar os direitos de voto do maior acionista, exerce efeito negativo na distribuição de dividendos.

As partes cooperantes podem decidir incluir nos acordos de acionistas cláusula de reunião prévia pela qual concordam antecipadamente em expressar uma visão comum nas decisões a serem tomadas em assembleia geral ou pelo conselho de administração (Gelman et al., 2015; Gorga, 2009). A cláusula de reunião prévia pode ou não especificar *ex ante* o conteúdo a ser decidido pela coalizão. A alteração na política de dividendos é, por vezes, incluída como conteúdo da reunião prévia (Gorga, 2009). A ação conjunta de reunião prévia pode comprometer a tomada de decisão pelo conselho de administração (Gelman et al., 2015), enquanto a ação conjunta de reunião prévia com conteúdo especificado *ex ante* pode propiciar a alocação eficiente dos recursos corporativos, porque reduz renegociações *ex post* para o benefício particular de qualquer uma das partes cooperantes (Chemla et al., 2007; Gomes & Novaes, 2005). Seguindo esses *insights*, acreditamos que:

H<sub>5</sub>: o efeito da alavancagem dos direitos de voto pelo maior acionista da coalizão na distribuição de dividendos é moderado pela cláusula de ação conjunta.

A preferência por dividendos também pode variar devido à identidade de cada um dos múltiplos grandes

acionistas (Gugler & Yurtoglu, 2003; Pindado et al., 2012; Renneboog & Trojanowski, 2007). Além disso, diferenças de orientação estratégica geralmente são invocadas para justificar os incentivos e habilidades de cada tipo de acionista na atividade de monitoramento (Connelly et al., 2010). Dessa forma, a atividade de monitoramento é mais efetiva quando os dois maiores acionistas têm identidades diferentes (Bloch & Hege, 2001).

Embora não exista qualquer orientação teórica sobre quais tipos de acionistas são mais propensos a formar coalizão, Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) e Sauerwald e Peng (2013) sugerem que as coalizões tendem a ser formadas por acionistas de mesmo tipo, afinal, a homogeneidade entre tipos de acionistas pode facilitar decisões estratégicas consensuais. Jiang et al. (2019) mostram que o maior e o segundo maior acionistas com identidades iguais (estatal ou privada) tornam as empresas da China mais propensas a distribuírem dividendos. Em contrapartida, as análises de Laeven e Levine (2008) e Maury e Pajuste (2005) sugerem que a formação de uma coalizão com propensão à extração de benefícios privados do controle é maior quando os dois maiores acionistas são do mesmo tipo. Para avaliar esse aspecto, propomos que:

H<sub>6</sub>: o efeito da alavancagem dos direitos de voto pelo maior acionista da coalizão na distribuição de dividendos é moderado pela identidade dos dois maiores acionistas.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Modelo e Estratégia de Estimação

O modelo de análise foi estimado pelo GMM-Sys de dois estágios com dados em painel desbalanceado. O GMM-Sys fornece estimativas eficientes com base em suposições menos restritivas do que as necessárias para assegurar a

consistência dos estimadores em relação aos prováveis problemas de endogeneidade (Blundell & Bond, 1998; Dang et al., 2015; Flannery & Hankins, 2013). Além disso, a estimação de dois estágios é mais eficiente em relação à estimação em um estágio para amostras finitas (Windmeijer, 2005). O modelo empírico geral é apresentado na equação 1.

$$Div_{it} = \alpha_1 + \beta \cdot Div_{it-1} + \Sigma \beta \cdot \text{Variáveis Exploratórias}_{it} + \Sigma \beta \cdot \text{Variáveis de Controle}_{it} + \text{Ano}_t + \varepsilon_{it}$$

1

A variável dependente ( $DIV_{it}$ ) representa as medidas usadas para especificar a proporção de dividendos distribuídos. Essa variável foi incluída defasada entre os regressores do modelo, porque as empresas relutam em alterar drasticamente sua política de dividendos de um ano para o outro (Javakhadze et al., 2014; Lintner, 1956). A variável defasada, no entanto, viola o pressuposto de exogeneidade estrita, condição necessária para inferências adequadas (Baltagi, 2001). O estimador GMM em painel

dinâmico é particularmente útil quando os coeficientes estimados em painel estático (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) não são consistentes devido à condição de exogeneidade estrita não ter sido atendida (Blundell & Bond, 1998; Dang et al., 2015; Roodman, 2009a). Na estimação do modelo usamos o programa Stata®, versão 16.0, rotina *xtabond2*, comandos *two-step*, *robust* e *small*, resultando na estatística *t* em vez da estatística *z* para os coeficientes. Os comandos *laglimits* e *collapse* foram

usados para controlar a proliferação de instrumentos (Roodman, 2009b).

### 3.2 Definição das Variáveis

Na Tabela 1 são apresentadas as variáveis do modelo de análise. Existem diferentes alternativas para investigar a proporção de dividendos distribuídos, como o *payout ratio* ou *dividend yield*. Usamos duas variáveis com base na primeira alternativa. A medida primária é obtida

pela soma de dividendos e juros sobre o capital próprio dividida pelo ativo total (DIV\_TA) e representa o tamanho relativo do fluxo de caixa distribuído aos acionistas (Forti et al., 2015; La Porta et al., 2000; López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Incluímos a medida secundária DIV\_EBITDA para testes de sensibilidade que representa a relação entre o lucro distribuído na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio e o potencial de geração de caixa operacional.

**Tabela 1**

*Definição das variáveis*

Variável	Notação	Sinal	Definição
Lucros distribuídos	DIV_AT	N. A.	Razão entre dividendos mais juros sobre o capital próprio e ativo total da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
	DIV_EBTIDA	N. A.	Razão entre dividendos mais juros sobre o capital próprio e Ebtida da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Presença da coalizão	COALITION	-	Assume valor igual a 1 se a empresa <i>i</i> tem acordo de acionistas vigente ao final de cada ano, caso contrário, 0
Tamanho da coalizão	V_COALITION	+	Soma da proporção dos direitos de voto diretos das partes cooperantes na empresa <i>i</i> com base no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano
	M_COALITION	-	Número de acionistas na coalizão, independentemente da manutenção de participação direta ou indireta na empresa <i>i</i> com base no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano
Alavancagem do poder de voto do maior acionista da coalizão	DOMINANT	-	Soma da proporção dos direitos de voto diretos da coalizão menos a proporção dos direitos de voto diretos do maior acionista na coalizão dividida pela proporção dos direitos de voto diretos do maior acionista da coalizão na empresa <i>i</i> com base no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano
	VCO_CFDO	-	Soma da proporção dos direitos de voto diretos da coalizão menos a proporção dos direitos de fluxo de caixa diretos do maior acionista da coalizão na empresa <i>i</i> com base no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano
Identidade	D_TYPE	-	Assume valor igual a 1 se a identidade dos dois maiores acionistas da coalizão for do mesmo tipo (financeiros ou não financeiros), independentemente da manutenção de participação direta ou indireta na empresa <i>i</i> com base no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano, caso contrário, 0
Ação conjunta	MEETING	-	Assume valor igual a 1 se há cláusula de reunião prévia no acordo de acionistas vigente na empresa <i>i</i> ao final de cada ano, caso contrário, 0
	MEETINGC	-	Assume valor igual a 1 se há cláusula de reunião prévia com conteúdo definido no acordo de acionistas vigente na empresa <i>i</i> ao final de cada ano, caso contrário, 0
Tamanho	LN_ASSETS	+	Logaritmo natural do ativo total da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Rentabilidade	ROA	+	Razão entre o resultado operacional antes dos juros e impostos e ativo total da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Alavancagem	LEV	-	Razão entre dívida onerosa e ativo total da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Despesas de capital	CAPEX_AT	-	Razão entre despesas de capital e ativo total da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Crescimento da receita	GROWTH	+	Varição da receita líquida da empresa <i>i</i> ao final de cada ano (Receita <sub><i>t</i></sub> - Receita <sub><i>t-1</i></sub> ) / Receita <sub><i>t-1</i></sub>
Idade da empresa	AGE	+	Número de anos desde a constituição da empresa <i>i</i> ao final de cada ano
Classes de ações	DUAL	+	Assume valor igual a 1 se a empresa <i>i</i> tem diferentes classes de ações ao final de cada ano, caso contrário, 0

**Nota:** *Averiguamos as condições de vigência e término dos acordos de acionistas ao final de cada ano, uma vez que o término contratual pode estar condicionado à ocorrência de determinados eventos de liquidez ou à manutenção de percentuais mínimos de participação acionária na empresa pelas partes cooperantes. Além disso, observamos se aditivos ao acordo de acionistas alteraram o número de acionistas cooperantes e/ou condições contratuais de interesse, como a cláusula de reunião prévia. N. A. = não aplicável.*

**Fonte:** *Elaborada pelos autores.*

Usamos os dividendos mais juros sobre o capital próprio como medida do montante de lucro distribuído, porque no Brasil o lucro pode ser distribuído aos investidores por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio ou uma combinação de ambos. Desde 1996, os dividendos não são tributados, enquanto os juros sobre o capital próprio são tributados no nível do acionista e dedutíveis, sob certas condições, do imposto de renda no nível da empresa (Zagonel et al., 2018). No entanto, o montante de lucro distribuído não é afetado pela transferência ou não de juros sobre o capital próprio, porque as empresas apenas tendem a analisar o que é mais adequado aos seus acionistas (Boulton et al., 2012).

Para analisar a influência das coalizões de acionistas na distribuição de dividendos ( $H_1$ ), utilizamos a variável indicadora da presença de coalizão (COALITION) se a empresa da amostra é interveniente anuente no acordo de acionistas vigente ao final de cada ano. Para análise da influência do tamanho da coalizão na distribuição de dividendos, utilizamos a soma dos direitos de voto diretos da coalizão (V\_COALITION) e o número de acionistas na coalizão (M\_COALITION), respectivamente  $H_2$  e  $H_3$ . Para análise da influência do maior acionista da coalizão na distribuição de dividendos ( $H_4$ ), utilizamos as variáveis DOMINANT e VCO\_CFDO (López-Iturriaga & Santana-Martín, 2015). Além disso, consideramos que a relação esperada pela  $H_4$  pode ser moderada pela presença das cláusulas de ação conjunta nos acordos de acionistas (MEETING e MEETING\_C) (Gelman et al. 2015) e pela identidade dos dois maiores acionistas da coalizão (D\_TYPE). Seguimos Hadlock e Schwartz-Ziv (2019) e identificamos os dois maiores acionistas cooperantes como acionistas financeiros (instituições financeiras em geral, fundos de investimento em geral, fundos de pensão) e acionistas não financeiros (indivíduos, famílias, governo, *holdings*).

A análise é controlada pelo tamanho da empresa (Fama & French, 2001), rentabilidade operacional e

alavancagem financeira (Jensen, 1986; Truong & Heaney, 2007), despesas de capital e crescimento da receita (La Porta et al., 2000), idade da empresa (DeAngelo et al., 2006) e emissão de diferentes classes de ações. As empresas brasileiras com diferentes classes de ações estão obrigadas a conceder direitos adicionais aos acionistas com ações sem direito a voto, como dividendo prioritário mínimo de 3% do valor patrimonial por ação ou dividendos 10% maiores do que aqueles atribuídos às ações com direito a voto, entre outros direitos (Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, arts. 17 e 111).

### 3.3 Amostra e Dados

Para testar as hipóteses formuladas, usamos dados das empresas listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3), excluídas apenas as empresas de serviços financeiros e seguros e aquelas com menos de quatro anos consecutivos de dados (Pindado et al., 2012). As 261 empresas selecionadas cobrem dois terços de todas as empresas listadas no Brasil em 2020, formando um painel desbalanceado para o período de 2008 a 2019 com 2.952 observações. Aproximadamente 38% das observações são de empresas com coalizão, sendo que em 48% dessas observações (6% da amostra) os acordos de acionistas foram mantidos vigentes por pelo menos 12 anos.

Coletamos os acordos de acionistas e dados da estrutura de propriedade do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), acessando os arquivos das Informações Anuais e do Formulário de Referência. Os dados financeiros foram extraídos da base de dados da Refinitiv Eikon, exceto o montante de lucro distribuído aos acionistas, o qual coletamos da Demonstração do Valor Adicionado, de divulgação obrigatória desde 2008 no Brasil. A Refinitiv Eikon apresenta o montante em dividendos, mas não apresenta o montante em juros sobre capital próprio reconhecido pelas empresas no cômputo das despesas financeiras.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Descrição das Variáveis

Na Tabela 2, apresentamos a estatística descritiva e o teste de diferença de médias para empresas com e sem coalizão. Exceto para crescimento da receita (GROWTH), as variáveis dependentes e de controle diferem significativamente entre os grupos. No grupo com coalizão, a proporção de dividendos distribuídos

é significativamente maior em relação ao grupo sem coalizão. No geral, os dividendos distribuídos representam, em média, cerca de 1,4% do total de ativos (DIV\_AT) e 11,4% do Ebitda (DIV\_EBITDA). Notamos que em 61,1% das observações há a distribuição de dividendos para o período de 2008 a 2019, sendo 70% das observações em empresas com coalizão e 56% das observações em empresas sem coalizão.

**Tabela 2**  
Descrição das variáveis

Variáveis						Com coalizão		Sem coalizão		Diferença
	Obs.	Média	DP	Mín.	Máx.	Obs.	Média	Obs.	Média	t statistic
DIV_AT	2.952	0,01	0,02	0,00	0,07	1.113	0,02	1.839	0,01	-5,251***
DIV_EBITDA	2.952	0,11	0,14	0,00	0,49	1.113	0,13	1.839	0,10	-4,614***
COALITION	2.952	0,38	0,48	0,00	1,00					
V_COALITION	1.113	0,68	0,22	0,25	1,00	1.113	0,68			
M_COALITION	1.113	6,92	6,52	2,00	28,00	1.113	6,92			
DOMINANT	1.113	1,07	1,14	0,00	4,14	1.113	1,07			
VCO_CFDO	1.113	0,33	0,19	0,01	0,65	1.113	0,33			
MEETING	1.113	0,73	0,44	0,00	1,00	1.113	0,73			
MEETINGC	1.113	0,49	0,50	0,00	1,00	1.113	0,49			
D_TYPE	1.113	0,48	0,50	0,00	1,00	1.113	0,48			
CAPEX_AT	2.952	0,04	0,04	0,00	0,13	1.113	0,04	1.839	0,03	-4,821***
LN_ASSETS	2.952	21,43	1,75	18,11	24,46	1.113	21,96	1.839	21,11	-13,652***
ASSETS (bi)	2.952	6,92	10,90	0,07	41,80	1.113	8,81	1.839	5,78	-7,219***
ROA	2.944	0,05	0,08	-0,13	0,19	1.113	0,07	1.839	0,04	-8,342***
GROWTH	2.852	0,11	0,27	6,00	96,00	1.091	0,13	1.771	0,10	-3,462----
LEV	2.952	0,30	0,20	0,00	0,70	1.113	0,32	1.839	0,28	-6,038***
AGE	2.952	41,66	27,00	6,00	96,00	1.113	37,91	1.839	43,93	5,844***
DUAL	2.952	0,48	0,50	0,00	1,00	1.113	0,41	1.839	0,52	6,025***

**Nota:** A definição das variáveis está na Tabela 1. Para tratamento de outliers, as variáveis foram winsorizadas em 2,5% na parte inferior e 2,5% na parte superior.

ASSETS = ativo total em bilhões da moeda brasileira; DP = desvio padrão.

\*\*\* = parâmetro estatisticamente significativo ( $p$ -value < 1%) para o teste de diferença nas médias.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

No Brasil, as empresas são obrigadas por lei a distribuir dividendos a cada exercício social (Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, art. 202) e têm a opção de complementar o percentual mínimo definido em estatuto (Vancin & Kirch, 2020). Embora as empresas possam definir qualquer percentual de distribuição de lucro, acabam seguindo a prática de mercado. O padrão recorrente é de 25% sobre o lucro líquido ajustado como percentual mínimo a ser distribuído. Observamos que no período de 2008 a 2019 o número de empresas com percentuais de distribuição de lucro definidos em estatuto acima e abaixo de 25% cresceu, mas o crescimento não é expressivo.

Em média, as coalizões são formadas por 6,92 membros (M\_COALITION) que reúnem 68% dos direitos de voto diretos (V\_COALITION). As coalizões formadas para o compartilhamento do controle representam 84,2% das observações com coalizão. As demais coalizões são formadas para a proteção de participações minoritárias ou para exclusivamente restringir a transferência da propriedade para fora da coalizão. Em aproximadamente 65,5% das coalizões de controle, o maior acionista cooperante detém menos de 50% dos direitos de voto diretos. Essas coalizões concentram, em média, 61% dos

direitos de voto diretos. Nas demais coalizões de controle, o maior acionista cooperante detém 50% ou mais dos direitos de voto diretos e, em média, são coalizões que agrupam cinco acionistas para concentrarem 79% dos direitos de voto diretos. Em menor número, as coalizões de proteção às participações minoritárias reúnem, em média, três membros e somam 77% dos direitos de voto diretos, por exemplo.

O excesso de direitos de voto diretos da coalizão (DOMINANT) corresponde, em média, a 1,07 vezes os direitos de voto diretos do maior acionista da coalizão e demonstra a participação relativa das demais partes cooperantes na alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista cooperante. A divergência entre os direitos de voto diretos da coalizão e os direitos de fluxo de caixa diretos do maior acionista da coalizão (VCO\_CFDO) é, em média, de 32,6%. Esses percentuais estão acima daqueles apresentados em López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) para empresas espanholas.

Identificamos que em 48,3% das coalizões da amostra os dois maiores acionistas são do mesmo tipo (D\_TYPE), frequentemente não financeiros. As coalizões de acionistas ocorrem em empresas mais jovens (AGE) e que não

emitem diferentes classes de ações (DUAL). Em empresas com coalizão, as despesas de capital (CAPEX\_AT), o tamanho da empresa (LN\_ASSETS), a rentabilidade do ativo (ROA) e a alavancagem financeira (LEV) são, em média, maiores comparados àquelas sem coalizão. Observamos que a cláusula de reunião prévia (MEETING) aparece em acordos de acionistas celebrados para o compartilhamento do controle, compreendendo 73% das observações dessas coalizões, das quais 49% especificam o conteúdo (MEETINGC), sendo que, aproximadamente 44% dessas cláusulas requerem a anuência antecipada da coalizão para as alterações na política de dividendos serem votadas pelo conselho de administração.

## 4.2 Principais Resultados

Na Tabela 3, apresentamos os resultados para a análise de  $H_1$  a  $H_4$ . Primeiro, a medida dos dividendos distribuídos no ano anterior ( $DIV\_AT_{t-1}$ ) exerce influência positiva nos dividendos distribuídos em  $t$ , configurando o efeito inercial esperado (Javakhadze et al., 2014; Lintner, 1956) para os modelos apresentados. A presença de coalizão (COALITION) não influencia os dividendos distribuídos (modelo 1), porém a relação entre os direitos de voto

diretos da coalizão (V\_COALITION) e dividendos distribuídos é positiva (modelo 2).

A relação positiva entre direitos de voto diretos da coalizão e dividendos é consistente com a ideia de as coalizões atuarem na promoção dos benefícios compartilhados do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000) e, em alguma medida, com o modelo de resultados (La Porta et al., 2000). De acordo com Atanassov e Mandell (2018), no entanto, a relação positiva entre concentração de propriedade e dividendos também pode ser consistente com a expropriação de recursos corporativos se as operações intragrupo favorecerem a atividade de *tunneling*.

Para a promoção dos benefícios compartilhados do controle, Bennedsen e Wolfenzon (2000) demonstram ser fundamental as coalizões acumularem maior participação acionária com menor número possível de acionistas. Sob esse raciocínio, quanto maior o número de acionistas cooperantes, maior a probabilidade de as coalizões expropriarem recursos corporativos. Os resultados obtidos para os modelos 3 e 4 são analisados nessa perspectiva, pois quanto maior o número de acionistas cooperantes (M\_COALITION), menor a proporção dos dividendos distribuídos.

**Tabela 3**

Estimação das hipóteses 1 a 4 em painel dinâmico [system generalized method of moments (GMM-Sys) de dois estágios]

	Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3	Hipóteses 2 e 3	Hipótese 4
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
DIV_AT <sub>t-1</sub>	0,7783*** (8,65)	0,4756*** (4,90)	0,4181*** (4,27)	0,4033*** (3,76)	0,3371*** (2,70)
COALITION	-0,0007 (-0,13)				
V_COALITION		0,0200* (1,90)		0,1052 (0,84)	
M_COALITION			-0,0012*** (-2,81)	-0,0010** (-2,20)	
DOMINANT					-0,0044** (-2,08)
CAPEX_AT	0,0056 (0,15)	-0,0467 (-1,10)	-0,0290 (1,13)	-0,0530 (-1,16)	-0,0366 (-0,82)
LN_ASSETS	0,0003 (0,62)	-0,0000 (-0,06)	-0,0020* (-1,85)	-0,0021 (-1,56)	-0,0011 (-1,24)
ROA	0,0359 (1,51)	0,01018*** (2,79)	0,1379*** (3,57)	0,1505*** (3,44)	0,1581*** (2,94)
GROWTH	-0,0063 (-0,83)	0,0112*** (2,13)	0,0061 (1,13)	0,0054 (0,89)	0,0084 (1,08)
LEV	-0,0061 (-1,36)	-0,0165*** (-2,99)	-0,0267*** (-3,33)	-0,0234*** (-2,79)	-0,0223*** (-3,66)
AGE	-0,0000 (-1,01)	0,0000 (1,11)	0,0001 (1,61)	0,0001* (1,75)	0,0000 (0,82)

**Tabela 3**  
Cont.

	Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3	Hipóteses 2 e 3	Hipótese 4
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
DUAL	0,0007 (0,57)	-0,0031 (0,55)	0,0001 (0,06)	-0,0015 (-0,37)	0,0015 (0,65)
Dummies de tempo/setor	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não
Constante	-0,0016 (-0,18)	-0,0056 (-0,26)	0,0600** (2,34)	0,05378 (1,52)	0,0367* (1,78)
Observações/Empresas	836/222	558/109	558/109	558/109	656/116
Instrumentos/Defasagens	52/4 a 8	58/1 a 5	58/1 a 5	59/1 a 5	61/1 a 4
F	87,58	49,33	42,80	40,39	46,77
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Testes de especificação Prob &gt; chi<sup>2</sup></b>					
AR (2)	0,694	0,772	0,978	0,978	0,904
Hansen	0,331	0,634	0,663	0,630	0,737
Hansen_difference	0,363	0,547	0,541	0,200	0,427

**Nota:** A definição das variáveis está na Tabela 1. Devido à transformação de primeira diferença, é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (test of overidentifying restrictions) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. A estatística *t* dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* = parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10, 5 e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Embora o resultado do modelo 3 possa sugerir o efeito substituto do monitoramento (Renneboog & Trojanowski, 2007), a análise conjunta de H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub> não caracteriza o efeito barganha delineado por Gomes e Novaes (2005) e valida os argumentos de Bennedsen e Wolfenzon (2000). A variável M\_COALITION captura o número de acionistas que formam a coalizão, independentemente de fazerem parte da estrutura direta ou indireta de controle. Curiosamente, as coalizões com maior número de acionistas são aquelas formadas para o compartilhamento do controle. As coalizões de acionistas que mais acumulam direitos de voto diretos agregam acionistas com 50% ou mais das ações com direitos de voto diretos. Em estruturas de propriedade com controlador definido (acionista com 50% ou mais das ações com direitos de voto diretos), as coalizões reúnem menor número de membros e acumulam mais direitos de voto se comparado àquelas presentes em estruturas de propriedade sem controlador definido. Há casos de as coalizões com muitos acionistas refletirem o controle indireto exercido pela família.

A alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista da coalizão (DOMINANT) exerce influência negativa na proporção de dividendos distribuídos

(modelo 5, Tabela 3). Essa relação também foi documentada por López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) e reforça a conjectura de Zwiebel (1995) pela qual o controle só seria compartilhado pelo maior acionista se houvessem benefícios privados divisíveis do controle. Nesse sentido, o maior acionista busca engajar sua contraparte menor em uma coalizão para juntos atuarem na extração de benefícios privados do controle (Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1995). Como a formação de coalizão é necessária às partes cooperantes para atingir o poder de controle que isoladamente não alcançariam, é provável que as coalizões reduzam ou eliminem a possibilidade de contestação do controle (Bloch & Hege, 2001).

Na Tabela 4, apresentamos os resultados da interação entre a variável DOMINANT e as variáveis indicadoras de ação conjunta (MEETING e MEETINGC). Embora a reunião prévia possa ser um aspecto sensível para análise da atuação das coalizões de controle e dos conselheiros eleitos pelos membros da coalizão (Gelman et al., 2015; Gorga, 2009), o efeito da alavancagem dos direitos de voto diretos do maior acionista da coalizão não é moderado pela disposição de reunião prévia (modelos 6 a 9).

**Tabela 4***Estimação da interação em painel dinâmico [system generalized method of moments (GMM-Sys) de dois estágios]*

	Hipótese 5			Hipótese 6		
	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]
DIV_AT <sub>t-1</sub>	0,3286*** (2,69)	0,3193*** (2,73)	0,3182*** (2,73)	0,3241*** (2,66)	0,4494*** (3,03)	0,3901*** (3,26)
DOMINANT	-0,0044* (-1,79)	-0,0015 (-0,30)	-0,0047** (-2,27)	-0,0060 (-1,26)	-0,0036* (-1,78)	-0,0055** (-2,19)
MEETING	-0,0032 (-0,64)	0,0020 (0,25)				
DOMINANT x MEETING		-0,0019 (-0,39)				
MEETINGGC			-0,0012 (-0,21)	-0,0023 (-0,28)		
DOMINANT x MEETINGGC				0,0023 (0,41)		
D_TYPE					-0,0018 (-0,41)	-0,0002 (-0,05)
DOMINANT x D_TYPE						0,0022 (0,76)
CAPEX_AT	-0,0352 (-0,71)	-0,0319 (-0,69)	-0,0471 (-0,89)	-0,050 (-0,84)	-0,0500 (-0,97)	-0,0631 (-1,34)
LN_ASSETS	-0,0013 (-1,40)	-0,0006 (-0,57)	-0,0011 (-1,17)	-0,0013 (-1,26)	-0,0010 (-1,34)	-0,0086 (-1,25)
ROA	0,1705*** (3,24)	0,1662*** (3,54)	0,1698*** (3,31)	0,1693*** (3,18)	0,1270** (2,00)	0,1495*** (2,93)
GROWTH	0,0107 (1,54)	0,0078 (1,18)	0,0086 (1,18)	0,1092 (1,64)	0,0073 (1,00)	0,0058 (0,80)
LEV	-0,023*** (-3,69)	-0,027*** (-3,35)	-0,023*** (-3,65)	-0,023*** (3,18)	-0,014** (-2,53)	-0,018*** (-2,98)
AGE	0,0000 (0,95)	< 0,0000 (0,19)	0,0000 (0,73)	0,0000 (1,11)	0,0000 (1,02)	0,0000 (1,17)
DUAL	0,0012 (0,49)	0,0016 (0,61)	0,0016 (0,68)	0,0014 (0,53)	0,0014 (0,72)	0,0015 (0,72)
Dummies de tempo/setor	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não	Sim/Não
Constante	0,0140** (2,12)	0,0241 (1,02)	0,0381* (1,91)	0,0128* (1,79)	0,0309* (1,80)	0,0297* (1,97)
Observações/Empresas	656/116	656/116	656/116	656/116	760/124	760/124
Instrumentos/Defasagens	63/1 a 4	67/1 a 4	63/1 a 4	67/1 a 4	61/1 a 3	63/1 a 3
F	41,31	41,06	41,26	34,65	58,97	51,50
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Testes de especificação Prob &gt; chi<sup>2</sup></b>						
AR (2)	0,771	0,840	0,801	0,782	0,570	0,799
Hansen	0,720	0,652	0,779	0,768	0,575	0,621
Hansen_difference	0,427	0,338	0,559	0,551	0,488	0,614

**Nota:** A definição das variáveis está na Tabela 1. Devido à transformação de primeira diferença, é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (test of overidentifying restrictions) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. A estatística t dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* = parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10, 5 e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

**Tabela 5**

Estimação em painel dinâmico [system generalized method of moments (GMM-Sys) de dois estágios] para análise de sensibilidade

	Hipótese 4	Hipótese 4	Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3	Hipótese 4
	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]
DIV_ATt-1	0,4250*** (0,001)					
DIV_EBITDA		0,5083*** (2,73)	00,4231*** (5,08)	0,0401*** (3,30)	0,3996*** (4,34)	0,4157*** (4,61)
COALITION			0,0163 (0,54)			
V_COALITION				0,01346* (1,94)		
M_COALITION					-0,0074** (-2,03)	
DOMINANT						-0,0360** (-1,93)
VCO_CFDO	-0,0269* (-1,97)	-0,2103* (-1,77)				
CAPEX_AT	0,0068 (0,15)	-0,0522 (-0,13)	-0,0682 (-0,19)	-0,5600 (-1,51)	-0,2502 (-0,64)	-0,3244 (-0,73)
LN_ASSETS	-0,0003 (-0,58)	-0,0036 (-0,69)	0,0041 (0,91)	0,0043 (0,73)	-0,0154 (-1,55)	-0,0089 (-1,14)
ROA	0,1210** (2,55)	0,5777 (1,49)	0,4268* (2,59)	0,7840** (2,35)	0,8068*** (3,16)	0,8706*** (3,43)
GROWTH	0,0076 (0,65)	0,0796 (1,53)	-0,0209 (-0,46)	0,0076 (0,11)	0,0551 (1,10)	0,0768 (1,40)
LEV	-0,0222*** (-3,37)	-0,2042*** (-2,81)	-0,1104*** (-3,37)	-0,1524** (-2,37)	-0,2424*** (-3,39)	-0,1949*** (-2,92)
AGE	-0,0000 (-1,03)	-0,0003 (-0,96)	-0,0002 (-0,71)	0,0003 (1,06)	0,0003 (0,66)	0,0003 (0,71)
DUAL	0,0069* (1,70)	0,0516 (1,35)	0,0084 (0,50)	-0,0175 (-0,71)	0,0138 (0,56)	0,0030 (0,13)
Dummies de tempo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Constante	0,0229 (1,62)	0,2283* (1,86)	-0,0191 (-0,20)	-0,0942 (-0,65)	0,5037** (2,18)	0,3298* (1,92)
Observações/Empresas	656/116	463/104	831/221	760/124	463/104	463/104
Instrumentos	48	55	65	51	61	58
Defasagens	2 a 4	2 a 6	2 a 8	1 a 3	1 a 6	1 a 6
F	34,02	22,00	31,06	44,08	32,17	27,07
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Testes de especificação Prob &gt; chi<sup>2</sup></b>						
AR (2)	0,812	0,410	0,255	0,134	0,549	0,594
Hansen	0,477	0,667	0,305	0,403	0,678	0,771
Hansen_difference	0,242	0,626	0,303	0,604	0,615	0,741

**Nota:** A definição das variáveis está na Tabela 1. Devido à transformação de primeira diferença, é esperado algum grau de correlação serial de primeira ordem para o teste AR (1), embora essa correlação não invalide os resultados. As condições de momento foram corretamente especificadas, pois o teste AR (2) confirma a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. O teste de Hansen (test of overidentifying restrictions) confirma a validade dos instrumentos, ou seja, as restrições sobreidentificadoras são válidas. O teste Hansen-difference confirma a exogeneidade dos instrumentos. A estatística t dos coeficientes é apresentada entre parênteses.

\*, \*\*, \*\*\* = parâmetros estatisticamente significativos ao nível de 10, 5 e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Observamos que as decisões tomadas em reunião prévia seguem critérios de votação pela maioria simples, maioria absoluta ou pela maioria qualificada; porém, não incorporamos quaisquer critérios de votação ao atributo de ação conjunta. As regras de votação interferem no equilíbrio de poder entre grandes acionistas (Wang, 2017) e apenas uma regra de votação por unanimidade capacitaria os demais membros da coalizão a desafiar o poder do maior acionista da coalizão (Baglioni, 2011).

Os dois maiores acionistas, por serem do mesmo tipo, financeiros ou não financeiros, (D\_TYPE), também não moderam a relação entre a alavancagem do poder de voto direto do maior acionista da coalizão e os dividendos distribuídos (modelos 10 e 11, Tabela 4). Embora as coalizões possam reunir acionistas de diferentes tipos, seus membros tendem a se perceber semelhantes para criar uma identidade de grupo (Hogg & Terry, 2000).

## 5. CONCLUSÕES

Examinamos o efeito da heterogeneidade das coalizões de acionistas na distribuição de dividendos em empresas listadas no Brasil. Descobrimos que coalizões afetam a distribuição de dividendos de diferentes maneiras. Apesar de a relação encontrada entre a soma dos direitos de voto diretos da coalizão e dividendos ser consistente com a ideia dos benefícios compartilhados do controle, obtivemos fortes indícios para as coalizões de acionistas preferirem distribuir uma menor proporção em dividendos, e isso pode estar relacionado à obtenção de benefícios privados do controle à custa de acionistas não membros. Conduzimos testes de sensibilidade com medidas alternativas e os resultados se mantiveram.

Embora essas descobertas se refiram a um único país, as implicações são mais gerais. Como tal, a questão sobre os efeitos da interação cooperativa entre grandes acionistas não está resolvida e permanece controversa. Restam dúvidas sobre a eficácia do controle compartilhado para a promoção da governança corporativa, especialmente em mercados emergentes. Nesse sentido, estendemos a literatura que considera a estrutura de propriedade um dos determinantes do pagamento de dividendos e contribuimos para a abordagem principal-principal da teoria da agência, além de a relevância econômica e social dos resultados encontrados se conectarem ao particular interesse dos

## 4.3 Análise de Sensibilidade

Verificamos a consistência dos resultados para variáveis alternativas (modelos 12 a 17, Tabela 5). No modelo 12, substituímos a variável DOMINANT pela VCO-CFDO, que mede a diferença entre os direitos de voto diretos da coalizão e os direitos de fluxo de caixa direitos do maior acionista da coalizão. No modelo 13, mantivemos a variável VCO-CFDO e substituímos a variável DIV\_AT pela DIV\_EBITDA, que representa a relação entre o montante do lucro distribuído e o potencial de geração de caixa operacional. Os resultados obtidos para os modelos 12 e 13 confirmam a relação prevista na H<sub>4</sub>.

Por fim, os modelos 1, 2, 3 e 5 da Tabela 3 foram reestimados para a variável alternativa da proporção de dividendos distribuídos (DIV\_EBITDA). Os resultados anteriores para H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub> se mantiveram (modelos 14 a 17, Tabela 5), embora a significância estatística para a variável M\_COALITION tenha reduzido de 1 para 5%. Em geral, os resultados principais não são afetados pelo uso das variáveis alternativas.

*outsiders* em saber como os *insiders* podem usar da política de dividendos nas empresas.

Este estudo tem limitações que sugerem caminhos promissores para as pesquisas futuras. Apesar da dimensão investigada considerar conjuntamente os dividendos e juros sobre o capital próprio, não foi considerada a recompra e bonificações de ações, uma das formas de desembolso do fluxo de caixa livre pelas empresas e sobre a qual desconhecemos pesquisas que tenham caracterizado sua importância na solução do conflito principal-principal no contexto brasileiro. Tampouco avaliamos em separado o dividendo incremental distribuído pelas empresas e o *dividend yield*. Reconhecemos, ainda, que há riscos associados ao uso de dados da estrutura de propriedade direta, como ter atribuído às coalizões de acionistas ou a uma das partes cooperantes um nível de propriedade (controle) maior ou menor do que é na realidade.

Devido à provável conexão entre coalizões de acionistas e grupos econômicos, dados da estrutura de propriedade indireta podem ser úteis na investigação de possíveis dependências estratégicas em empresas governadas pelas coalizões que impactam, por exemplo, as decisões de financiamento, investimento, política de dividendos, divulgação voluntária, remuneração de diretores e conselheiros e, até mesmo, a qualidade da governança corporativa das empresas.

## REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 648-667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
- Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., & Smith, B. F. (2014). Analysis of dividend policy of dual and single class U.S corporations. *Journal of Economics and Business*, 72, 1-29. <https://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.10.002>
- Atanassov, J., & Mandell, A. J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 53,106-132. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.004>
- Baglioni, A. (2011). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Applied Economics*, 43(27), 4043-4052. <https://doi.org/10.1080/00036841003781494>
- Baltagi, B. H. (2001). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Basu, N., Paeglis, I., & Toffanin, M. (2017). Reading between the blocks. *Journal of Corporate Finance*, 45, 294-317. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.017>
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 113-139. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00068-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00068-4)
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Goga, É. (2009). The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Brazilian Review of Finance*, 7(4), 385-428. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n4.2009.1450>
- Bloch, F., & Hege, U. (2001). *Multiple shareholders and control contest* [Working Paper]. Social Science Research Network. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2273211>
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Booth, I., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002>
- Boulton, T., Braga-Alvez, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Chemla, G., Habib, M., & Ljungqvist, A. (2007). An analysis of shareholder agreements. *Journal European Economic Association*, 5(1), 93-121. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2007.5.1.93>
- Colombo, J. A., & Terra, P. R. S. (2022). Interest on equity versus dividends: The role of shareholder identity in corporate tax avoidance. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(1), 175-205. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i1.4155>
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561-1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Crespi, R., & Renneboog, L. (2010). Is (institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in pre-Cadbury era. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 274-295. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00795.x>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2016). Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(3), 1-22.
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, Artigo 101076. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- 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. <https://doi.org/10.11606/rco.v1i1.34694>
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2015). In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84-98. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.009>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Finance and Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfneco.2005.07.005>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54-78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Fama, E. F., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-44. <https://doi.org/10.7208/9780226426983-030>
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(9-10), 1173-1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Fidrmuc, J. P., & Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38(3), 321-339. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2010.04.002>
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19, 1-19. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.004>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

- Gelman, M., Castro, L. R. K., & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345-358. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Goergen, M., Renneboog, L., & Silva, L. C. (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 375-99. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.09.001>
- Gomes, A., & Novaes, W. (2005). *Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms* [Working Paper]. Social Science Research Network. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277111>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>
- Gorga, E. (2009). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29(2), 439-554. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- Hadlock, C. J., & Schwartz-Ziv, M. (2019). Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 1-32. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz022>
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48.
- Hogg, M. A., & Terry, D. J. (2000). Social identity and self-categorization processes in organizational contexts. *Academy of Management Review*, 25(1), 121-140. <https://doi.org/10.2307/259266>
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sem, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29, 200-220. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.007>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jiang, F., Cai, X., Jiang, Z., & Nofsinger, J. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, Artigo 101.201. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101201>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976, 15 de dezembro). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. (2015). Do shareholder coalitions modify the dominant owner's control? The impact on dividend policy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 519-533. <https://doi.org/10.1111/corg.12126>
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 953-967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1813-1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225. <https://doi.org/10.1162/003355398555568>
- Pindado, J., Requejo, I., & La Torre, C. de. (2012). Do family firms use dividend policy as governance mechanism? Evidence from Euro zone. *Corporate Governance*, 20(5), 413-431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33(1), 43-64. <http://doi.org/10.1108/03074350710715809>
- Roodman, D. (2009a). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Roodman, D. (2009b). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135-158. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Russino, A., Picone, P. M., & Dagnino, G. B. (2019). Unveiling the role of multiple blockholders: Evidence from closely held firms. *Corporate Governance: An International Review*, 27(6), 477-502. <https://doi.org/10.1111/corg.12299>
- Sauerwald, S., & Peng, M. W. (2013). Informal institutions, shareholder coalitions, and principal-principal conflicts. *Asia Pacific Journal Management*, 30, 853-870. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9312-x>
- Silva, A. L. P. D., Lana, J., & Marcon, R. (2018). Agreeing and impacting: The effect of the shareholders' agreement on firms' market value. *Brazilian Business Review*, 15(1), 88-104. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.1.6>
- Silva, A. L. P., Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marco, R. (2015). Uns mais iguais que os outros: a relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 85-104.

- Truong T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 667-687. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.002>
- Vancin, D. F. & Kirch, G. (2020). Profit distribution and regulation: The impact of mandatory dividend in corporate internal funding. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(84), 524-541. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201910000>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>
- Wang, Z. H. (2017). Turf war or collusion: An empirical investigation of conflict of interest between large shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 25(5), 358-380. <https://doi.org/10.1111/corg.12207>
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126(1), 25-51. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>
- Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304-323. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-04-2018-006>
- Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies*, 62(2), 161-185. <https://doi.org/10.2307/2297801>