

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: evidências no Brasil

LINEKER COSTA PASSOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
linekerpassos@gmail.com

ANTONIO CARLOS COELHO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
accoelho47@gmail.com

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
allanpholanda@yahoo.com.br

Introdução

Pesquisas têm investigado existência de influência de investidores institucionais nas decisões de dividendos das firmas, impactando o nível de payout e a decisão de distribuir lucros. A influência se apresentaria por demanda por ações que melhor atendessem a suas preferências de realização de caixa e seria exercida via disciplina de mercado, concretizada na sua participação no capital das firmas. Institucionais investiriam segundo preferências temporais por dividendos ou ganhos de capital.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Questão: Firms brasileiras consideram a preferência de investidores institucionais em receber ou não dividendos para estipular sua decisão quanto à distribuição de lucros? Objetivo: Examinar se a presença de acionistas com a condição de investidor institucionalmente organizado, portanto, com maior poder de disciplina do mercado, afetaria decisões dos gestores no Brasil, a adequar a política de dividendos para atrair e manter essa classe de acionistas.

Fundamentação Teórica

De acordo com Miller e Modigliani (1961) os gestores das firmas definiriam a política de dividendos para atender as demandas dos seus investidores, tal arcabouço é definido como efeito clientela. Segundo os mesmos autores a frequência de distribuição de lucros corresponde exatamente à distribuição preferida pelos seus investidores. Desta forma, cada firma tenderia a atrair para si investidores que considerassem a política de distribuição de dividendos da firma adequada às suas preferências.

Metodologia

Amostra está constituída por 294 firmas listadas na BM&FBovespa (1998-2014). Utilizou-se winsorização para observações outliers. A presença de institucionais foi mensurada pela presença como acionista e pela condição de participação relevante no capital das firmas, segmentando por tipo de investidor (fundos, bancos, seguradoras e carteiras). A política de dividendos foi definida pela propensão a distribuir lucros e pelo nível do payout declarado. A hipótese foi testada por LOGIT e TOBIT.

Análise dos Resultados

Participação relevante de institucionais afetou com significância a propensão a distribuir lucros, mais especificamente a participação de Fundos de Pensão e de Seguradoras. O nível de payout, por sua vez, foi afetado marginalmente pela participação de Fundos de Investimento. Portanto, pôde-se inferir que política de dividendos no Brasil é influenciada marginalmente pela participação relevante de classes de investidores institucionais.

Conclusão

A hipótese de impacto marginal da presença de investidores institucionais na base acionária da firma em sua política de dividendos não pôde ser rejeitada. Detectou-se Efeito Clientela pela participação relevante de distintas classes de investidores na propensão a distribuir lucros e na política de payout das firmas. Constatou-se que efeito clientela pode ser referenciado como atrativo praticado por firmas para atrair investidores institucionais seja preferindo liquidez, seja ganho de capital.

Referências Bibliográficas

- BUSHEE, B.J. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? Contemporary Accounting Research, 2001.
- DAVIS, E.P.; STEIL, B. Institutional investors. MIT press, 2001.
- TIHANYI, L. et al. Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity. Academy of Management Journal, 2003.
- HOLANDA, A.P.; COELHO, A.C. Dividendos e Efeito Clientela: evidências no mercado brasileiro. RAE, 2012.

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: evidências no Brasil

INTRODUÇÃO

Investidores institucionais podem ser definidos como instituições especializadas que gerenciam poupanças coletivas de terceiros direcionados por objetivo específico em termos de risco aceitável, maximização de retorno e vencimento dos créditos (DAVIS; STEIL, 2001).

No contexto do mercado norte-americano, Aguilar (2013) argumenta que a participação de investidores institucionais tem aumentado de cerca de 8% da capitalização de mercado em 1950, para cerca de 67% em 2010. Já no contexto da América Latina, os ativos mantidos por investidores institucionais cresceram mais que quatro vezes desde 2002, aponta pesquisa divulgada pelo Bank of America Merrill Lynch (PORTUGAL, 2010).

No cenário brasileiro, Portugal (2010) aponta aumento considerável nas aplicações de investidores institucionais, saltando de 467,7 bilhões para 1,2 trilhão de dólares entre 2005 e 2010, com incremento de cerca de 150% na participação de tais investidores.

Tal constatação é reforçada por informações referentes à participação de investidores institucionais no volume de negociação da BM&FBovespa; mostram acréscimo entre 2005 e 2010, saindo de 27,5% para 33,3% no volume total de negociação da bolsa; entre os anos de 2011 e 2015, houve, contudo, considerável declínio na participação desses investidores nas negociações, caindo para o volume de negociações do início da série, ainda relevante.

Aguilar (2013) argumenta que investidores institucionais agregam capital às firmas, além de proporcionarem liquidez aos mercados de capitais, podendo ser vistos como força vital no mercado financeiro. Tal autor aponta ainda que tal classe de investidor é conhecida por aprimorar o processo de determinação do preço corrente, incrementando a eficiência da alocação de recursos e por contribuir para a promoção de gestão transparente (*accountability*).

Investidores institucionais são caracterizados, principalmente, por serem sofisticados em suas decisões, dadas as vantagens em obter e processar informações em comparação ao investidor individual (RAJGOPAL; VENKATACHALAM; JIAMBALVO, 1999).

Chung, Firth e Kim (2002) constataram que investidores institucionais com participação relevante no capital das firmas possuem recursos e incentivos para monitorar e influenciar decisões de seus gestores; destacaram ainda que há linha de pesquisa que investiga as virtudes de investidores institucionais em compelir a gestão a concentrar-se no desempenho econômico e na eficiente governança, no sentido de evitar comportamentos oportunistas.

Pesquisadores têm investigado a influência dessa classe de investidores no contexto das decisões das firmas, destacando-se linha de investigação sobre a influência de investidores institucionais na política de distribuição de lucros das firmas. Nesse contexto, apresentam-se duas vias principais para tal influência, quais sejam, pela presença relevante de investidores institucionais no arranjo societário e diretivo das firmas e pela disciplina do mercado, capazes de influenciar pela demanda o comportamento dos gestores em suas políticas de dividendos.

Na primeira via, estudos têm evidenciado haver influência da presença de investidores institucionais na governança corporativa das firmas em suas políticas de distribuição de lucros (SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002). Investidores institucionais exerceriam sua influência em tal política por meio de participação direta em órgãos deliberativos de firmas.

No que tange à segunda via, pesquisas têm evidenciado que investidores institucionais optam por investir em firmas que operem segund suas preferências de realização de caixa (SCOTT, 2014; GRAHAM; KUMAR, 2006; GRISTEIN; MICHAELY, 2005). Investidores institucionais influenciariam a política de dividendos das firmas por sua demanda por títulos segundo tais preferências, fazendo com que suas escolhas por determinada firma implicassem em que firmas se utilizariam do efeito clientela para definir sua política de dividendos.

Sua maior capacidade de monitoramento e de poder disciplinar, via mercado, as decisões dos gestores, derivariam de suas escolhas temporais por liquidez ou por ganhos de capital. No primeiro caso, optariam por títulos que propõem pagamentos imediatos de dividendos e no segundo, por ações com baixos índices de *payout*, condicionado a projeções positivas de lucratividade. Em ambos os caminhos, configura-se o argumento preconizado pela hipótese do efeito clientela, segundo a qual investidores são atraídos a investir em firmas com políticas de distribuição de lucros adequadas às suas preferências por liquidez.

A escolha consideraria as características de seus fluxos de caixa individuais, isto é, havendo necessidade por liquidez imediata, serão atraídos por firmas com altos níveis de distribuição de lucros; na hipótese de possibilidade de diferimento de obrigações, prefeririam firmas que retivessem lucros e proporcionando maiores ganhos de capital.

A formação de clientela por dada política de dividendos tem sido explicada sobretudo pela existência de vantagem fiscal em favor de dividendos ou de ganhos de capital (ALLEN; MICHAELY, 1995; ALLEN; BERNARDO; WELCH, 2000; SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002). Existindo menor carga tributária para acionistas em favor de dividendos em detrimento de tributação de ganhos de capital, haveria incentivos para investidores institucionais demandarem ações com altos níveis de dividendos (SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002).

Allen, Bernardo e Welch (2000) reforçam o argumento da preferência de investidores institucionais por dividendos em função dos seguintes atributos: (i) existência de vantagem fiscal; e (ii) restrições institucionais e legais desses agentes. Tais autores apontam ainda que esses investidores preferem firmas que distribuam dividendos às firmas que não o fazem.

No contexto brasileiro, dado que não há tributação sobre dividendos, o que ocorre com ganhos de capital, haveria, portanto, preferência de investidores institucionais por firmas com altos níveis de distribuição de lucros. Embora haja incentivo explícito, tais investidores poderiam optar por alocar recursos em firmas com maior capitalização de lucros, se houver necessidade de liquidez apenas a longo prazo, desde que haja liquidez no mercado de capitais que favoreça realização a qualquer tempo dos investimentos realizados.

Convém destacar que a orientação jurídica brasileira impõe às firmas que se declare política de dividendos estáveis, sob pena de obedecerem ao patamar do dividendo mínimo obrigatório (BRASIL, 1976), o que implicaria em tornar inúteis mecanismos de atração de capital no mercado acionário pelo atributo da política de dividendos. Embora haja tal legislação restritiva, a captação de novos recursos por emissão de ações pode se dar diferenciadamente pela política de distribuição de lucros, o que evidenciaria o efeito clientela.

Nesse contexto, investiga-se no ambiente brasileiro se a demanda de investidores institucionais contribui para que firmas adotem política explícita de dividendos, privilegiando distribuição imediata de lucros ou priorizando a capitalização pela retenção de lucros. Em outras palavras, as firmas, no Brasil, consideram a preferência de investidores institucionais em receber ou não dividendos para estipular sua decisão quanto à distribuição de lucros?

Considerando-se que investidores institucionais, a partir do porte e de sua capacidade de tomada de decisões racionais e técnicas, podem disciplinar, via demanda, o comportamento dos gestores, adota-se a hipótese de que existe impacto marginal significativa da presença de investidores institucionais na base acionária da firma em sua política de dividendos.

Ademais, entende-se que diferentes classes de investidores institucionais (sociedades seguradoras, fundos de investimentos, fundos de pensão, instituições financeiras e empresas de investimentos) podem desencadear efeito clientela diferenciado, segundo suas preferências por liquidez ou por fluxos de caixa futuros decorrentes de ganhos da capital.

Por consequência, gestores utilizariam a política de distribuição de lucros como mecanismo de atração de investidores institucionais, adequando o comportamento dos dividendos à expectativa desta clientela especializada.

A não rejeição da hipótese implicaria na comprovação de efeito clientela – discutido em Miller e Modigliani (1961), Elton e Gruber (1970), Allen, Bernardo e Welch (2000), Short, Zhang e Keasey (2002), Grinstein e Michaely (2005), Graham e Kumar (2006), Jain (2007), De Angelos *et al* (2009), Procianny e Verdi (2009), Scott (2014), Holanda e Coelho (2012) – nas decisões sobre política de dividendos no ambiente econômico brasileiro.

Adicionalmente, se averigua se o efeito clientela proposto é diferenciado em face de distintos tipos de investidor institucional. A esse respeito, Davis e Steil (2001) destacam a heterogeneidade das classes de investidores institucionais, em que tanto há instituições que objetivam realizações no curto prazo, como outras que perseguem ganhos no longo prazo.

A pesquisa se justifica como relevante por lançar luz sobre o papel e incentivos de investidores institucionais no mercado acionário brasileiro, pela averiguação da hipótese de efeito clientela desencadeado por tais investidores, refutada em Procianny e Verdi (2009) e detectada em Holanda e Coelho (2012). Agrega-se, por outro lado, investigação que examina especificidades inéditas, qual seja, a de influência específica de segmentos institucionais, os quais respondem a diferentes tipos contratos e obrigações com os proprietários finais dos recursos operados; ampliam-se, assim, as discussões sobre tal temática no cenário brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A base conceitual original que propugna que gestores definiriam a política de dividendos das firmas para atender a determinada classe de investidores sustenta-se na hipótese do efeito clientela, proposta por Miller e Modigliani (1961), os quais argumentam que há expectativa diferenciada por parte de investidores em receber ou não dividendos.

Dessa forma, investidores institucionais, que administram e decidem sobre recursos de terceiros, apresentar-se-iam como investidores em firmas demandando políticas de dividendos que se adequassem às suas necessidades futuras de caixa em detrimento até de exigências sobre a lucratividade e permanência da firma.

A possível formação de clientela baseada na preferência de investidores foi inicialmente tratada por Miller e Modigliani (1961), os quais argumentam que as políticas de distribuição de lucros das firmas tenderiam a atrair determinada classe de investidores.

A hipótese do efeito clientela centra-se na argumentação de que investidores possuem expectativas em receber ou não dividendos e, assim, eles procurariam investir em firmas visando ajustar suas necessidades futuras de caixa à política de distribuição de lucros da empresa. Em outras palavras, de acordo com a política de dividendos adotada, cada firma atrairia com sua política de dividendos os investidores que dela se agradem (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Miller e Modigliani (1961) destacaram que se a frequência de distribuição de lucros corresponde exatamente à distribuição das preferências de investidores, cada firma tenderia a atrair para si clientela consistindo de investidores que considerassem adequadas aquelas preferências a seu índice particular de distribuição. Dessa forma, tal teoria relaciona-se com o fato de que a capacidade marginal de distribuição de lucros das firmas estaria relacionada com a preferência dos investidores.

Tais autores argumentam ainda que a clientela por dividendos pode ser formada baseada na idade ou preferência por renda, conjecturando que “jovens acumuladores” preferem firmas com baixos índices de distribuição de lucros, ao passo que aposentados inclinam-se para firmas com maior índice de distribuição de lucros.

Destarte, De Angelos *et al* (2009) argumentam que as preferências por dividendos dos investidores diferem por várias outras razões, incluindo (i) diferenças nas situações tributárias pessoais dos investidores, (ii) custos de transações de arranjo para padrão pessoal ótimo de consumo, e (iii) regulamentação governamental.

Em suma, o efeito clientela deriva da hipótese de que existem investidores que evitam firmas que possuem um maior índice de distribuição de lucros, preferindo as que retenham seus lucros e proporcionem ganhos de capital. Por outro lado, outros investidores investirão em firmas com maior índice de distribuição de lucros, dado o seu interesse em receber fluxos de caixa imediatamente.

A hipótese de efeito clientela tem sido testada empiricamente, desde o trabalho seminal de Miller e Modigliani (1961), destacando-se o estudo de Elton e Gruber (1970) como primeiro a tratar do efeito clientela associado à declaração de dividendos, investigando o comportamento do preço das ações listadas na Bolsa de Nova Iorque no período de 1966 a 1967 com dividendo e *ex-dividendo*.

Os achados da pesquisa indicaram diferença no preço da ação antes e depois dos dividendos, concluindo os autores que as firmas pesquisadas buscavam atrair clientela que tivessem preferências quanto ao recebimento de dividendos condizente com sua política, evidenciando a presença do efeito clientela naquele momento e local, já que o ato de pagar dividendos foi precificado pelo mercado.

Outra direção dada ao tema deriva de pesquisas que têm versado sobre a formação de clientela baseada em características dos investidores afetando sua preferência por dado tipo de firma. Uma dessas características refere-se à presença de investidores institucionais na estrutura acionária da firma. Neste aspecto, a questão desloca-se da escolha simples de classes de investidores para a reação de gestores e firmas, que passariam a adotar determinada política influenciada pela busca de classes específicas de investidores.

Neste sentido, propuseram-se a investigar possível relação entre política de distribuição de lucros e preferência de investidores, dando ao efeito clientela atributo de condutor das decisões dos gestores, os quais optariam por acionistas que se enquadrassem em tipologias específicas (investidores individuais com atributos específicos – idade, nível de renda, atividade profissional; investidores corporativos; investidores institucionais). Tais estudos derivam suas implicações de teorias que relacionam política de dividendos às características dos investidores (GRISTEIN; MICHAELY, 2005).

Graham e Kumar (2006) investigaram o efeito clientela na perspectiva de investidores individuais e investidores institucionais no mercado americano no período 1991-1996. Foram analisadas mais de 60.000 famílias americanas que mantinham participação em ações, demonstrando como resultado que, como uma classe, investidores individuais preferem o não pagamento de dividendos. Em relação aos investidores institucionais, os autores utilizaram os dados das participações institucionais trimestrais da *Thomson* Financial; os resultados demonstraram que tais investidores preferem firmas com baixos níveis de distribuição de lucros.

Jain (2007), por sua vez, examinou a preferência por dividendos ou por recompra de ações por parte de investidores institucionais e individuais no contexto do mercado americano no período de 1989 a 1996. A presença de investidores individuais e institucionais foi estimada pelo percentual de ações de propriedade desses no capital das firmas.

Os achados da pesquisa apontaram que investidores individuais preferem investir em firmas com alta rentabilidade de dividendos (*dividend yield*) e em firmas que pagam dividendos, ao passo que investidores institucionais, com menor tributação, tendem a preferir firmas com baixa rentabilidade de dividendos e que não pagam dividendos. Além disso, os resultados da pesquisa também indicaram que investidores institucionais preferem firmas que se dedicam a grandes recompras de ações, enquanto que investidores individuais não têm preferência por recompra de ações.

Zeckhauser e Pound (1990) investigaram a influência de grandes investidores, inclusive investidores institucionais, na política de dividendos de firmas americanas. Os autores utilizaram o percentual mínimo de 15% na propriedade do capital das firmas para

denotarem a presença de grandes investidores; destaque-se que tais autores não se utilizaram de amostra de firmas individuais, mas de indústrias agregadas. A pesquisa não encontrou evidências de que grandes investidores, inclusive institucionais, influenciassem a política de dividendos daquelas firmas.

Direcionando-se a outro foco do assunto, Barclay, Holderness e Sheehan (2009) investigaram a influência de investidores corporativos na política de dividendos das firmas americanas no período de 1978 a 1997. Os autores classificaram como grandes acionistas firmas operacionais, bancos e companhias de seguro, segregando-os em dois grupos: operacionais e financeiros. Os achados da pesquisa apontaram que investidores corporativos possuem preferência por dividendos, dada sua vantagem fiscal.

Short, Zhang e Keasey (2002) analisaram a relação entre a política de dividendos e os investidores institucionais no mercado do Reino Unido no período de 1988-1992. A presença de investidores institucionais foi definida como a percentagem do capital detido por instituições que possuíssem 5% ou mais do capital no início do exercício contábil.

Os achados da pesquisa sugeriram que havia associação positiva entre a política de dividendos de alta percentagem de distribuição de lucros e a presença de investidores institucionais na base acionária das firmas amostradas. Os autores argumentam que há claros incentivos para as instituições – isentas de tributação – exigirem altos níveis de dividendos no mercado analisado; argumento que vai ao encontro dos resultados encontrados, isto é, investidores institucionais têm preferência por firmas que pagam dividendos.

Já Grinstein e Michaely (2005), examinaram a relação entre a presença de investidores institucionais e a distribuição de lucros das firmas americanas no período de 1980 a 1996. A presença de investidores institucionais foi estimada através de duas medidas; a primeira refere-se o percentual total de propriedade de instituições no capital das firmas americanas, ao passo que a segunda corresponde ao percentual de propriedade dos cinco maiores investidores institucionais no capital daquelas firmas.

Os resultados da pesquisa assinalaram que há relação negativa entre o nível de distribuição de lucros das firmas e a presença de investidores institucionais em sua base acionária, concluindo os autores que foi captada evidência de preferência dos investidores institucionais por firmas que prometem ganhos de capital no futuro, decorrentes da maior retenção de lucros.

A dicotomia dos resultados das pesquisas acima retratadas é explicada principalmente pelo sistema de tributação dos países objeto de estudo (SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002). Nos EUA, o sistema de tributação apresenta-se neutro em relação à política de dividendos, não havendo incentivos fiscais para investidores institucionais demandarem dividendos; já no Reino Unido, há claros incentivos fiscais para que investidores institucionais demandem por dividendos, uma vez que eles são isentos de tributação (SHORT; ZHANG; KEASEY, 2002). Dessa forma, a existência de incentivo fiscal (isenção tributária) apresenta-se como uma das razões da preferência ou não de investidores institucionais por dividendos.

Por sua vez, Scott (2014) investigou a influência de investidores institucionais na política de dividendos de firmas americanas com altos fluxos de caixa livre e baixas oportunidades de crescimento no período de 1990 a 2005.

A presença de investidores institucionais foi estimada pelo percentual de ações mantido por tais investidores. Os achados da pesquisa avisaram que investidores institucionais, buscando reduzir custos de agência, encorajavam a gestão a elevar os pagamentos de dividendos, isto é, tais investidores preferiam firmas com altos índices de distribuição de lucros.

No cenário brasileiro pesquisas que tratam do efeito clientela destacam-se nos estudos de Procianoy e Verdi (2003), Procianoy e Verdi (2009) e Holanda e Coelho (2012).

Procianoy e Verdi (2003) examinaram a existência do efeito clientela no cenário brasileiro entre os anos de 1989 e 1993, quando da existência de vantagem fiscal de dividendos em relação a ganhos de capital, utilizando o modelo de Elton e Gruber (1970). Os achados da pesquisa não confirmaram o efeito clientela no mercado brasileiro, consoante esperava-se pela pesquisa original.

Os autores deram continuidade ao conforme se relata em Procianoy e Verdi (2009), se estendendo a análise para o período de 1996 a 2000. Os achados da pesquisa apresentaram resultados semelhantes, não se confirmando efeito clientela no mercado brasileiro, embora não se tenham descartado ajustes advindos do efeito clientela nos preços a partir da data *ex-dividendo*.

Holanda e Coelho (2012) publicaram pesquisa com atenção ao impacto marginal da estrutura de propriedade na distribuição de lucros, dando ênfase à concentração acionária presente nas firmas brasileiras como influência preponderante na menor distribuição de lucros. Estes autores examinaram se características representativas da estrutura de propriedade e do tipo de acionistas diferenciam marginalmente firmas com diferentes e consistentes políticas de dividendos no ambiente societário brasileiro no período de 1998 a 2010.

Os achados da pesquisa assinalaram significância estatística entre atributos de estrutura de propriedade influenciando a política de dividendos das firmas amostradas. Destaque-se associação negativa entre porcentagem de ações em circulação; maior parcela de ações em circulação conduz as firmas a não pagar dividendos. Tal evidência seria explicada pela possível concentração de ações com investidores institucionais, que influenciariam os gestores a capitalizar ganhos; argumento foi reforçado pela relação negativa entre *payout* e presença de investidores institucionais, mostrando que tais investidores estariam interessados em firmas de maior capitalização por retenção de lucros.

3 METODOLOGIA

A amostra está constituída por 294 firmas listadas na BM&FBovespa, correspondente a 2.302 observações-ano, considerando-se eventos observados durante o período de 1998 a 2014, após exclusão de itens devido à ausência de informações necessárias à estimação de variáveis, bem como por eventos capazes de distorcer o sentido de variáveis: *payout* negativo, ativo total nulo, PL negativo ou nulo, geração de caixa e valor de mercado nulos.

Os dados foram coletados na base de dados Economática® e nos Formulários de Referência (FR) e de Informações Anuais (IAN) disponíveis nos sites da BM&FBovespa e da CVM (DIVEXT) – acessados no software SInC (Sistema de Informações Corporativas). As variáveis métricas utilizadas nos modelos passaram por processo de *winsorização* que abrangeu observações distantes pelo menos três desvios-padrão nos dois extremos.

Delinearam-se dois modelos para investigar a hipótese de que a presença de investidores institucionais na estrutura acionária da firma pode impactar marginalmente e de forma significativa na estipulação de política de dividendos pelas firmas brasileiras. Mais ainda, amplia-se a hipótese para testar se tal política pode depender explicitamente de efeito clientela deflagrado por participação na base acionária da firma de diferentes classes de investidores institucionais (bancos, seguradoras, fundos de pensão e de investimento e administradores de carteiras).

No primeiro modelo, testou-se a participação de classes diferenciadas de investidores institucionais afetando a propensão a distribuir lucros das firmas brasileiras, empregando-se a seguinte função:

$$PDIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PII_{it} + \beta_2 PIIR + \beta_3 SEG_{it} + \beta_4 FI_{it} + \beta_5 FP_{it} + \beta_6 IF_{it} + \beta_7 EI_{it} + \beta_j \sum VC_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Já no segundo modelo, investigou-se a magnitude com que a participação de classes diferenciadas de investidores institucionais influencia o nível do *payout*, focando nas empresas com dividendos declarados, tendo-se a seguinte função:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PII_{it} + \beta_2 PIIR + \beta_3 SEG_{it} + \beta_4 FI_{it} + \beta_5 FP_{it} + \beta_6 IF_{it} + \beta_7 EI_{it} + \beta_j \sum VC_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

As variáveis dos modelos estão assim definidas:

- $PDIV_{it}$: representa a propensão à distribuição de lucro na forma de dividendos pela empresa *i* no período *t*; variável binária, assumindo 1 para *payout* positivo e 0, caso contrário;
- DIV_{it} : representa a medida do lucro distribuído pela empresa *i* no período *t*; definida pelo *payout* (“Dividendos Declarados/Lucro Líquido”);
- PII_{it} : representa a participação de investidores institucionais na base acionária da empresa *i* no período *t*; variável binária, com 1 na existência destes acionistas e 0 em caso contrário;
- $PIIR_{it}$: variável binária, identificando participação relevante destes investidores na base acionária da empresa *i* no período *t*, assumindo 1 para a presença e 0 em caso contrário;
- SEG_{it} : representa participação relevante de seguradoras na estrutura societária da empresa *i* no período *t*;
- FI_{it} : representa participação relevante de fundos de investimento na estrutura societária da empresa *i* no período *t*;
- FP_{it} : representa participação relevante de fundos de pensão na estrutura societária da empresa *i* no período *t*;
- IF_{it} : representa participação relevante de instituições financeiras na estrutura societária da empresa *i* no período *t*;
- EI_{it} : representa participação relevante de administradores de carteiras na estrutura societária da empresa *i* no período *t*;
- $\sum VC_{it}$: termo indicativo para o conjunto de variáveis de controle referentes à empresa *i* no período *t*;
- ε : termo representativo do erro aleatório de estimação.

Considerou-se como participação relevante aquela em que o investidor detém parcela igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de ação; tal marco é sugerido pelo limite mínimo recomendado pela CVM para divulgação e detalhamento de participação individual.

A participação relevante de cada uma das classes de investidores institucionais no quadro societário das firmas também foi mensurada por variáveis dicotômicas que assumem 1 quando se identificou presença relevante daquela classe de investidores e 0 em caso contrário.

Essa diversidade de classes de investidores institucionais pode oferecer diferentes associações com a política de dividendos, dependendo de seu foco de investimento e dos interesses dos investidores representados em fundo de recursos, nominadamente, preferência por liquidez ou por capitalização; tais atributos já foram reportados em pesquisas anteriores, detalhadas no quadro 1.

Quadro 1 – Classes de Investidores Institucionais e Preferências

Classe	Foco de investimento/preferência	Fonte
Seguradoras	Curto prazo / liquidez	Davis e Steil (2001)
Fundos de investimento	Curto prazo / liquidez	Davis e Steil (2001) e Tihanyi <i>et al.</i> (2003)
Fundos de pensão	Longo prazo / capitalização	Davis e Steil (2001) e Tihanyi <i>et al.</i> (2003)

Instituições financeiras	Curto prazo / liquidez	Davis e Steil (2001) e Bushee (2001)
Sociedades de investimento	Indefinido*	Bushee (2001) e Bushee (2004)

* Bushee (2001) e Bushee (2004) destacam a imprecisão do foco de investimento atrelado a esta classe.

Destaque-se, então, que podem ser esperados tanto impactos positivos quanto negativos do efeito clientela na política de dividendos, no caso de presença de cada tipo de investidor institucional considerado, pelo que se intui do quadro 1.

Considerando-se o conjunto de todos os investidores institucionais não se define expectativa quanto à sua influência na política de distribuição de lucros, uma vez que pode prevalecer tanto o interesse em liquidez, quanto a preferência por ganhos de capital, dependendo dos vetores por classe e sua força relativa.

Para a seleção das variáveis de controle abaixo definidas levou-se em conta isolar efeitos que podem afetar tanto a propensão a distribuir lucros quanto o nível de declaração de dividendos, consoante literatura sobre o tema; tais variáveis foram mensuradas como segue:

- TAM_{it} : Tamanho, mensurado pelo Log (Ativo Total) da empresa i no período t ;
- GC_{it} : Geração de Caixa, medida pelo Log (EBITDA), da empresa i no período t ;
- $RSPL_{it}$: Retorno sobre PL, dado pela relação LL/PL da empresa i no período t ;
- RM_{it} : Retorno de Mercado, medido pelo Log (Preço da ação em t / Preço da ação em $t-1$) da empresa i no período t , considerando a de maior liquidez no período;
- OPC_{it} : Oportunidades de Crescimento, representada pela relação *Market-to-Book*, da empresa i no período t ;

Ademais, possíveis efeitos temporais comuns às empresas, e possíveis efeitos diferenciados segundo o setor das empresas foram controlados por variáveis binárias (ANO) e (SET). Controlaram-se, ainda, possíveis impactos macroeconômicos, representados pela variação do PIB (VPIB) e pelo comportamento da taxa básica da economia (SELIC).

Os modelos foram processados para cada uma das proxies para participação de investidores institucionais, ou seja, considerando a presença e a participação relevante do conjunto dos investidores e a participação relevante de cada classe de investidores.

A estimação dos coeficientes do modelo que testa a propensão a distribuir lucros, modelo (1), se deu por análise de regressão logística (LOGIT). Esta técnica econométrica busca investigar o efeito das variáveis independentes sobre a probabilidade de ocorrência de determinado evento ou fenômeno (FÁVERO, 2009), no caso, a distribuição de lucros na forma de dividendos.

Já a estimação dos coeficientes do modelo que testa os condicionantes da magnitude do *payout*, modelo (2), utilizou-se da análise de regressão censurada (TOBIT). Esta técnica econométrica estima o impacto de variáveis independentes em variáveis dependentes censuradas ou truncadas (GUJARATI, 2011), ou seja, variáveis dependentes serão limitadas a um dado intervalo (RIOS, 2005). Neste estudo truncou-se a dependente representativa de dividendos declarados para os eventos em que $payout \leq zero$.

Os modelos foram processados com aplicação de correção robusta de White, de forma a tornar os resíduos homocedásticos. Ademais, examinou-se multicolinearidade entre as variáveis independentes a partir da análise de correlação, ausente segundo testes (não reportados), atendendo, portanto, aos pressupostos básicos das técnicas LOGIT e TOBIT.

Adicionalmente, fez-se descrição estatística das amostras segregadas, que se constituíram em segmentos específicos. Os procedimentos econométricos foram processados no *software* STATA/SE versão 12.0.

4 RESULTADOS

Na tabela 1, apresenta-se a frequência de firmas com participação de investidores institucionais em suas listas de acionistas com distribuição de lucros na forma de dividendos;

em cerca de 76% das firmas da amostra há presença de tais investidores; as empresas com participação relevante dessa classe de investidores somam cerca de 49% da amostra, confirmando a proeminência de recursos administrados por estruturas profissionais na decisão do financiamento das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro.

Tabela 1 – Investidores institucionais e dividendos

Evento	Frequência
Participação de investidores institucionais	75,8%
Participação relevante de investidores institucionais	48,9%
a. Firms seguradoras	2,9%
b. Fundos de investimentos	16,6%
c. Fundos de pensão	14,8%
d. Instituições financeiras	17,1%
e. Sociedades de investimentos	22,3%
Distribuição de lucros	73,8%

Destaca-se ainda que o grupo com maior participação relevante na estrutura societária das firmas refere-se a Administradoras de Carteira (cerca de 22% das firmas da amostra); por outro lado, as Seguradoras apresentam menor presença relevante no capital de firmas da amostra com apenas cerca de 3% de firmas recebendo seus recursos.

Na tabela 1 mostra-se ainda que 73,8% das firmas da amostra distribuíram lucros na forma de dividendos, o que sugere predominância das firmas que distribuem lucros no período; tal contexto pode ter suporte dada a figura do dividendo mínimo obrigatório, presente no ordenamento jurídico brasileiro e pela forte presença de investidores estrangeiros, com foco em realização mais imediata de seus investimentos.

Na tabela 2 descreve-se a amostra com medidas estatísticas; no painel A se evidencia que a participação relevante dos investidores institucionais alcança, em média, 19,01% do capital total das empresas amostradas, consideradas aquelas com participação relevante; os diferentes grupos de investidores institucionais também se mantêm homogêneos, considerando a baixa dispersão ($CV < 1$), não se mostrando disparidades entre as classes de investidores institucionais consideradas.

Destaque-se, ainda, que Firms Seguradoras representam a classe de investidores mais concentrada (participam de forma relevante de apenas 66 firmas) e com menor parcela de participação percentual (4,74%) no capital das firmas em que estão presentes, além de apresentar menor dispersão em relação às demais.

No painel B se apresentam as estatísticas descritivas relativas ao *Payout* relativo à amostra e às variáveis de controle utilizadas; o nível médio de *Payout* da amostra analisada foi de cerca de 47%, o que indica forte apreensão a curto prazo dos lucros pelos investidores, influenciados, provavelmente, por participação de estrangeiros, investidores especulativos e avessos ao risco de economias emergentes, sempre prontos a deslocar investimentos segundo eventos desfavoráveis. Considerando apenas as firmas da amostra que distribuíram lucros, a média do *payout* passa a ser de cerca de 63%, o que reforça o argumento pela forte demanda por realização dos lucros pelos investidores.

Observa-se que as variáveis representativas do Tamanho da firma e da Geração de Caixa apresentam menor dispersão em relação às demais variáveis (menores coeficientes de variação de 0,12 e 0,16, respectivamente). Ressalte-se que as variáveis representativas do retorno das firmas, apresentam a maior dispersão em comparação às demais variáveis.

Tabela 2 – Descrição da amostra

Painel A: participação relevante no capital total das firmas					
N	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo

Investidores institucionais	1126	19,01	15,79	0,83	0,04	59,76
Firmas seguradoras	66	4,74	2,57	0,54	0,13	7,50
Fundos de investimentos	383	11,31	9,52	0,84	0,03	29,07
Fundos de pensão	341	12,43	8,45	0,68	0,69	26,89
Instituições financeiras	394	11,01	8,49	0,77	0,01	30,63
Administradoras de carteira	513	10,20	5,84	0,57	0,10	19,86

Painel B: variável dependente e variáveis de controle

	N	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
<i>Payout</i>		0,47	0,81	1,75	0,00	7,73
Tamanho da firma		14,27	1,70	0,12	9,15	19,40
Retorno sobre PL	2.302	0,13	0,84	6,59	-17,60	18,24
Geração de Caixa		11,85	1,91	0,16	6,08	17,63
Retorno de mercado		0,15	0,50	3,41	-1,42	1,71
Oportunidades de crescimento		2,11	3,34	1,58	0,01	24,83

Na tabela 3, evidenciam-se resultados dos testes sobre a influência da participação de investidores institucionais na política de dividendos das firmas amostradas. Observa-se, quanto à propensão para distribuir lucros, que a Participação de Investidores Institucionais não contém significância para impactar marginalmente tal decisão nas empresas.

O nível de *payout* das firmas também não se mostrou afetado pela existência de investidores institucionais na estrutura societária das empresas amostradas. Tal comportamento pode se dever à constatação da tabela 1 da larga presença de acionistas provenientes da classe de investidores institucionais, com pequenas participações na listagem dos acionistas. Vale destacar que nenhuma das variáveis direcionadoras de políticas de dividendos, segundo a literatura sobre o assunto, mostrou-se significativa em diferenciar o nível de *payout* decidido pelas empresas.

Tabela 3: Participação de investidores institucionais e política de dividendos

Variável dependente	PDIV (propensão)		DIV (<i>payout</i>)	
Participação Investidores Institucionais	-0,18 (-0,03)	-	-0,03	-
Participação Relevante Investidores Institucionais	-	0,25** (0,04)	-	0,038
Tamanho da Firma	-0,51*** (-0,09)	-0,52*** (-0,09)	0,02	0,019
Retorno sobre PL	0,17 (0,03)	0,18 (0,03)	0,08	0,08
Geração de Caixa	0,65*** (0,11)	0,64*** (0,11)	0,01	0,007
Retorno de Mercado	0,47*** (0,08)	0,47*** (0,08)	0,02	0,017
Oportunidades de Crescimento	-0,08*** (-0,01)	-0,08*** (-0,01)	-0,01	-0,01
Intercepto	3,45	2,63	1,87*	1,73*
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Variáveis Macroeconômicas	Sim	Sim	Sim	Sim
Pseudo-R ²	19,70%	19,80%	4,35%	4,35%

Wald χ^2	358,79***	360,73***	-	-
Estatística F	-	-	5,02***	4,99***
Quantidade de Observações-ano	2.302	2.302	1.698	1.698

Notas: (1) Os resultados reportados tiveram tratamento das variáveis de controle, conforme estabelecidos na tabela, no sentido de apresentar o maior coeficiente de determinação de cada modelo; (2) Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *; (3) Efeito marginal da variável na probabilidade inscrita entre parênteses.

De outra parte, a Participação Relevante de Investidores Institucionais, considerando o seu total, impactou com significância estatística a propensão das firmas a declararem dividendos; tal propensão foi afetada positiva e marginalmente com probabilidade de cerca de 4% de que as firmas incrementem sua distribuição de lucros na forma de dividendos diante da participação relevante desses investidores.

Pode-se inferir, portanto, que, vistos com uma classe homogênea, investidores institucionais com participação relevante nas firmas influenciam a antecipação da declaração de dividendos pelas firmas que, assim, estariam atendendo preferência explícita pela liquidez dos investidores profissionais responsáveis por carteiras de clientes finais.

Tal condição de participação relevante, contudo, não afeta o nível de *payout* das firmas, visto o coeficiente na última coluna da tabela sob comento. Ressalte-se que as variáveis condicionadoras do nível de *payout* das firmas segundo a literatura e evidenciadas na tabela 3 não se apresentaram estatisticamente significantes, além de o modelo se mostrar com baixo poder de explicação, sugerindo haver outros fatores, não considerados no modelo, que afetariam o nível de lucro a ser distribuído.

As variáveis direcionadoras da propensão a declarar dividendos, entretanto se comportaram afetando com significância tais decisões e demonstram que a Geração de Caixa e o Retorno de Mercado aumentam a probabilidade de distribuição de lucros, com impacto marginal de cerca de 11% e 8%, respectivamente; tal fato sugere que a decisão de dividendos se associa à existência de liquidez que suporte tal decisão.

Por outro lado, Tamanho das Firms e as Oportunidades de Crescimento reduzem a probabilidade de distribuição de lucros, com impacto marginal de 9% e 1% respectivamente; a primeira evidência sugere que firmas maiores reduzem a propensão a declarar dividendos, contrariando achados de Holanda e Coelho (2012), os quais evidenciaram associação positiva entre tamanho das firmas e política de dividendos.

Oportunidades de Crescimento, por seu turno, sugerem associação entre distribuição de lucros e planos de investimento. Ressalte-se que o Retorno do Patrimônio Líquido não apresentou significância nas decisões sobre dividendos, deixando a ideia de que variáveis como EBITDA e oportunidades de investimento são mais relevantes para tais decisões.

Na tabela 4 se evidenciam os achados dos testes a respeito de possíveis impactos na propensão das firmas a declarar dividendos por influência da participação relevante de classes específicas de investidores institucionais.

Os testes evidenciaram que a participação relevante de Seguradoras aumenta em cerca de 12% a probabilidade de as empresas declararem dividendos. Do mesmo modo, ficou evidenciado incremento marginal na probabilidade de distribuição de lucros de cerca de 5% pelas empresas, quando há participação relevante de Fundos de Pensão na sua base acionária.

Tais classes de investidores, dessa forma, influenciariam a antecipação do pagamento de dividendos pelas firmas, que atenderiam à preferência pela liquidez de tais arranjos profissionais representativos de investidores individuais.

Tabela 4: Participação relevante de classes de investidores institucionais e propensão a declarar dividendos

Variável dependente	Propensão a declarar Dividendos			
Seguradoras	0,90** (0,12)	-	-	-

Fundos de Investimento	-	-0,01 (-0,00)	-	-	-
Fundos de Pensão	-	-	0,34** (0,05)	-	-
Instituições Financeiras	-	-	-	-0,03 (-0,00)	-
Administradoras de Carteiras	-	-	-	-	0,057 (0,01)
Tamanho das Firmas	-0,51*** (-0,09)	-0,52*** (-0,09)	-0,53*** (-0,09)	-0,51*** (-0,09)	-0,51*** (-0,09)
Retorno sobre PL	0,17 (0,03)	0,17 (0,03)	0,17 (0,03)	0,17 (0,03)	0,17 (0,03)
Geração de Caixa	0,64*** (0,11)	0,64*** (0,11)	0,64*** (0,11)	0,64*** (0,11)	0,64*** (0,11)
Retorno de Mercado	0,47*** (0,08)	0,47*** (0,08)	0,47*** (0,08)	0,47*** (0,08)	0,47*** (0,08)
Oportunidades de Crescimento	-0,08*** (-0,01)	-0,08*** (-0,01)	-0,08*** (-0,01)	-0,08*** (-0,01)	-0,08*** (-0,01)
Intercepto	3,49	3,33	3,71	3,32	3,15
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Variáveis Macroeconômicas	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Pseudo-R ²	19,87%	19,63%	19,79%	19,63%	19,64%
Wald χ^2	358,70***	360,50***	360,40***	358,42***	358,91***
Quantidade de Observações-ano	2.302				

Notas: (1) Os resultados reportados tiveram tratamento das variáveis de controle, conforme estabelecidos na tabela, no sentido de apresentar o maior coeficiente de determinação de cada modelo; (2) Significância estatística ao nível de 1% *** e 5% **; (3) Efeito marginal da variável na probabilidade inscrita entre parênteses.

Os achados confirmam a preferência de firmas Seguradoras por liquidez, conforme já reportado por Davis e Steil (2001); já para Fundos de Pensão, esperava-se associação negativa, conforme já evidenciado em Davis e Steil (2001) e Tihanyi et al. (2003), os quais destacam que esses investidores teriam por horizonte temporal de decisão o longo prazo e, portanto, prefeririam ganhos de capital, optando por postergar o recebimento de dividendos. Explicação razoável para tal comportamento repousaria no argumento da necessidade de liquidez desses investidores para pagar os beneficiários dos seus planos.

Fundos de Investimento, Instituições Financeiras e Administradoras de Carteiras não lograram significância indicando presença de efeito clientela aceito pelas firmas, no que tange à propensão a distribuir lucros.

Davis e Steil (2001) e Tihanyi *et al.* (2003) evidenciaram que Fundos de Investimento incrementam a propensão das firmas a distribuírem lucros, já que esse investidores teriam preferência por liquidez e, portanto, antecipariam o recebimento de dividendos, diferente dos achados desta pesquisa; Bushee (2001) e Davis e Steil (2001) evidenciaram a mesma associação para Instituições Financeiras, também não presentes neste estudo; já para a classe de Administradoras de Carteiras, Bushee (2001) e Bushee (2004) destacaram não ter sido possível definir a preferência desses investidores, o que repetiu-se nesta versão de testes.

De outra parte, registre-se que as variáveis direcionadoras de decisões de investimento comportaram-se de forma monocórdica de forma similar ao já examinado na tabela 3.

Na tabela 5 testaram-se possíveis impactos efetivos no nível de lucros distribuídos pelas firmas por influência da participação relevante das mesmas classes específicas de investidores institucionais.

Ficou evidenciado que participação relevante de Fundos de Investimentos no capital das firmas impacta negativamente e com significância estatística o nível de *payout*, sugerindo que tais investidores influenciam na postergação de pagamento de dividendos, permitindo que seus objetivos de ganhos de capital via retenção de lucros possam ser alcançados.

Tabela 5: Participação relevante de classes de investidores institucionais e nível de *payout*

Variável dependente	Nível de <i>Payout</i>				
Seguradoras	0,14	-	-	-	-
Fundos de Investimento	-	-0,13**	-	-	-
Fundos de Pensão	-	-	0,07	-	-
Instituições Financeiras	-	-	-	0,03	-
Administradoras de Carteiras	-	-	-	-	0,00
Tamanho das Firms	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno sobre PL	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Geração de Caixa	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01
Retorno de Mercado	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Oportunidades de Crescimento	-0,01*	-0,01*	-0,01	-0,01	-0,01
Intercepto	1,87*	2,11**	1,91**	1,82*	1,84*
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Variáveis Macroeconômicas	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Pseudo-R ²	4,36%	4,41%	4,36%	4,35%	4,34%
Estatística F	4,99***	5,17***	4,98***	5,04***	5,05***
Quantidade de Firms-ano	1.698				

Notas: (1) Os resultados reportados tiveram tratamento das variáveis de controle, conforme estabelecidos na tabela, no sentido de apresentar o maior coeficiente de determinação de cada modelo; (2) Significância estatística ao nível de 1% ***, 5% ** e 10% *; (3) Efeito marginal da variável na probabilidade inscrita entre parênteses.

Tais achados contrariam proposições de Davis e Steil (2001) e Tihanyi *et al.* (2003), pelas quais se espera que esses investidores teriam por horizonte temporal de decisão o curto prazo e, portanto, prefeririam a liquidez ou recebimento de lucros na forma de dividendos.

Convém destacar que a participação relevante das demais classes de investidores institucionais não apresentaram coeficientes com significância estatística que indicassem poder afetar o nível de lucros distribuídos pelas firmas. Tais achados já eram esperados para Administradoras de Carteira, dada a impossibilidade de se definir a preferência desses investidores, conforme evidenciado por Bushee (2001) e Bushee (2004); entretanto, esperava-se impacto marginal positivo sobre o nível de lucros para Firms Seguradoras, conforme destacado por Davis e Steil (2001); mesma associação era esperado para Instituições financeiras, já que tais investidores teriam preferência por liquidez e, portanto, induziriam as firmas a distribuírem maior nível de *payout*, conforme proposições de Bushee (2001) e Davis e Steil (2001). Já para Fundos de Pensão, conforme evidenciado por Davis e Steil (2001) e Tihanyi *et al.* (2003), esperava-se impacto marginal negativo no nível de *payout* das firmas, uma vez que esses investidores teriam por horizonte temporal de decisão o longo prazo e, portanto, prefeririam ganhos de capital, optando por postergar o recebimento de dividendos.

De maneira geral, os achados da tabela 5 confirmam as inferências já apresentadas para as variáveis direcionadoras de políticas de dividendos, quanto à sua possível influência no nível de *payout* praticado pelas empresas, à exceção de Oportunidades de Crescimento,

com impacto negativo e com significância estatística quando se testava a influência de Firmas Seguradoras e Fundos de Investimento.

5 CONCLUSÕES

O objetivo da pesquisa foi investigar se a presença de acionistas na condição de investidor institucionalmente organizado, dotados de maior poder de disciplinamento de mercado, afetaria a decisão das firmas brasileiras a adequarem suas políticas de distribuição de lucros de forma a atrair e manter essa classe de investidores em sua base acionária.

Tal argumento se apoia na proposição de Efeito Clientela, que se centra no argumento de que investidores possuem expectativas no nível e na forma de realização de dividendos e, assim, procurariam investir visando ajustar suas necessidades futuras de caixa à política de distribuição de lucros da empresa. As empresas, por seu turno, captariam tais preferências e passariam a desenhar políticas de dividendos para atrair classes específicas de investidores.

A participação de investidores institucionais no capital das firmas foi mensurada tanto por sua simples presença na estrutura societária das empresas, quanto pela relevância de sua participação no capital total das empresas; ademais, considerando a heterogeneidade de objetivos, processos e públicos representados, segmentou-se a pesquisa, examinando possíveis efeitos da participação relevante no capital das firmas de diferentes tipos de investidores institucionais, quais sejam, fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, instituições financeiras e administradoras de carteiras.

A política de dividendos, por seu turno, foi mensurada em duas formulações diversas: pela propensão a declarar dividendos e pelo nível de *payout* praticado em cada período.

Os achados da pesquisa possibilitaram inferir que a participação de investidores institucionais, tomado pelo seu todo, na lista de acionistas das firmas, não se mostrou significativa como influenciadora da política de distribuição de lucros das firmas da amostra, tanto na decisão de distribuir lucros ou não, quanto na determinação do nível de *payout*.

Já pela participação relevante de tal classe de investidores, capta-se incremento marginal e significativo na propensão das firmas a declararem dividendos; deste modo, vistos em conjunto, investidores institucionais contribuem para induzir a maior propensão de distribuição de lucros na forma de dividendos. Também se pode deduzir que o conjunto de investidores institucionais optam, no período e amostra considerados, por preferir a antecipação na realização de lucros, pelo efetivo recebimento de dividendos.

Adicionalmente, os achados confirmam a existente heterogeneidade de objetivos e processos entre as classes de investidores institucionais consideradas, no que tange à sua preferência por dividendos ou ganhos de capital, dada a influência detectada por sua participação relevante na lista de acionistas das firmas analisadas.

Evidenciou-se impacto diferenciado na política de distribuição de lucros das firmas, assim sumariado: Fundos de Pensão e Seguradoras contribuem para incrementar a propensão das firmas a declararem dividendos; Fundos de Investimento contribuem com a política de menores níveis de *payout* das firmas, tendo preferência, portanto, por ganhos de capital, optando por postergar o recebimento de dividendos.

Tais inferências também têm suporte no comportamento significativo dos coeficientes de variáveis direcionadoras de políticas de dividendos de firmas, quais sejam: geração de caixa, retorno de mercado, tamanho da firma e oportunidades de crescimento, os quais se houveram conforme a expectativa desenhada na literatura sobre o tema, destacando-se a presença de investidores institucionais como marginais no delineamento das decisões de dividendos das firmas examinadas.

A hipótese de que a presença de investidores institucionais na estrutura acionária da firma influencia marginal e significativamente a política de dividendos das firmas brasileiras

não pôde, portanto, ser rejeitada, embora seu impacto não sido demonstrado de forma completa, mas na dependência alguns sinais acima destacados.

O efeito clientela, então, pode ser referenciado como atrativo praticado por firmas para atrair investidores, no caso demonstrado pela significância e relevância da participação diferenciada de classes de investidores institucionais.

Por fim, para futuras pesquisas, pode-se sugerir a investigação do impacto de investidores institucionais na política de distribuição de lucros das firmas brasileiras considerando sua participação em órgãos diretivos, haja vista que esta pesquisa se restringe a investigar aquele impacto sob a ótica da disciplina de mercado, exercida via demanda.

O estudo limita-se pela dificuldade de se obter informações sobre participação de investidores institucionais não relevantes no capital das firmas brasileiras, razão pela qual ateu-se a análise ao grupo de participação relevante.

Ademais, também se sugere para pesquisas futuras, a investigação da influência de outros tipos de investidores no cenário brasileiro, quais sejam, investidores individuais e corporativos, de forma a captar, inclusive, o impacto da presença desses três tipos de investidores na política de distribuição de lucros das firmas brasileiras.

REFERÊNCIAS

- AGUILAR, L.A. **Institutional Investors: Power and Responsibility**. U.S. Securities and Exchange Commission. Disponível em: <<https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808>>. Acesso: 22 mar. 2016.
- ALLEN, F.; BERNARDO, A.E.; WELCH, I. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2499-2536, 2000.
- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Dividend policy. **Handbooks in operations research and management science**, v. 9, p. 793-837, 1995.
- BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. Dividends and corporate shareholders. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 6, p. 2423-2455, 2009.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15.12.1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17.12.1976.
- BUSHEE, B.J. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 207-246, 2001.
- _____. Identifying and attracting the “right” investors: Evidence on the behavior of institutional investors. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 4, p. 28-35, 2004.
- CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J.B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 1, p. 29-48, 2002.
- DAVIS, E. P.; STEIL, B. **Institutional investors**. MIT press, 2001.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L., SKINNER, D.; DOUGLAS, J. Corporate Payout Policy. **Foundations and Trends in Finance**, v. 3, n. 2-3, p. 95-287, 2009.
- ELTON, E.J; GRUBER, M.J. Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. **Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 1, p. 68-74, 1970.
- FÁVERO, L.P.; BELFIORE, P.; SILVA F.L.; CHAN, B.L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GRAHAM, J.R; KUMAR, A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p. 1305-1336, 2006.
- GRINSTEIN, Y; MICHAELY, R. Institutional holdings and payout policy. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, 2005.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HOLANDA, A.P.; COELHO, A.C.D. Dividendos e Efeito Clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.

JAIN, R. Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases. **Journal of Economics and Business**, v. 59, n. 5, p. 406-429, 2007.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.

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

PORTUGAL, M. Investidores institucionais crescem, mas são limitados por pouca diversificação. **Exame.com**, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/investidores-institucionais-crescem-brasil-sao-limitados-falta-diversificacao-576503>> Acesso em: 23 mar. 2016.

PROCIANOY, J.L.; VERDI, R.S. O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores São Irracionais?. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, pp. 217-242, 2003.

_____. Dividend clientele, new insights, and new questions: the Brazilian case. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 1, 2009.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M.; JIAMBALVO, J. J. **Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?** 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163433> Acesso em: 12 abr. 2016.

RIOS, L. R. **Medindo a eficiência relativa das operações dos terminais de contêineres do MERCOSUL**. 2005. 148 p. Dissertação de Mestrado em Administração, Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

SCOTT, R.W. Do Institutional Investors Alleviate Agency Problems by Influencing Payout Policy in Firms with Poor Investment Opportunities? **Accounting and Finance Research**, vol. 3, n. 3, p. 43-57, 2014.

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

TIHANYI, L.; JOHNSON, R. A.; HOSKISSON, R. E; HITT, M. A. Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity. **Academy of Management Journal**, v. 46, n. 2, p. 195-211, 2003.

ZECKHAUSER, R.J.; POUND, J. Are large shareholders effective monitors? an investigation of share ownership and corporate performance. In: HUBBARD, R.G. (Ed.). **Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment**. University of Chicago Press, p. 149–180. 1990.