

Um Estudo sobre a Associação Entre Práticas de Governança Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil

Mariana Almeida Ribeiro
mribeiro.ufba@gmail.com
UFBA

José Maria Dias Filho
zemariadias@uol.com.br
UFBA

César Valentim de Oliveira Carvalho Júnior
cesarvalentimjr@gmail.com
UFBA

Catarina Salume Lusquinhos Almeida
catsalume@hotmail.com
UFBA

Enoque Barbosa dos Santos
enoqb@hotmail.com
UFBA

Resumo: O estudo buscou verificar se há associação entre práticas de Governança Corporativa e a política de dividendos no Brasil. Considerando que o objetivo maior das organizações é aumentar o valor para os acionistas, a política ideal seria aquela que maximiza o seu valor, através do equilíbrio entre distribuição de dividendos e desempenho operacional crescente. Contudo, o ambiente organizacional pode ser afetado por conflitos de agência e assimetria informacional entre acionistas majoritários e minoritários. De modo que a inserção de práticas de Governança Corporativa pode garantir que os recursos sejam empregados em conformidade aos interesses dos acionistas e as discrepâncias existentes na relação sejam atenuadas. Para atender o propósito do estudo incorporou-se ao modelo de análise multivariada aspectos como o rendimento do dividendo, classes de ações e enquadramento nos diferentes níveis de Governança Corporativa. Os resultados alcançados demonstram que as empresas que estão inseridas em um dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa distribuem maiores percentuais de dividendos do que aquelas que não estão inseridas em nenhum dos níveis, suportando a hipótese de associação entre práticas de Governança Corporativa e políticas de dividendos. Pesquisas futuras poderão incorporar outras variáveis de mercado e financeiras ao modelo de análise para ampliar as discussões.

Palavras Chave: Dividendos - Governança - Conflitos - Agência - Concentração

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos é um dos julgamentos mais difíceis de ser deliberado dentro de uma organização, por incorporar decisões relacionadas à destinação dos resultados das operações. Após apuração de resultados positivos, a empresa tem duas alternativas quanto a sua destinação: (a) optar por retê-lo, com o intuito de realizar reinvestimento; (b) distribuir aos acionistas em forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Todavia, situações como essas podem ser impactadas por problemas de agência existentes entre acionistas majoritários e minoritários, tornando-se fator determinante para o estabelecimento da política de dividendos.

Além disso, os dividendos a serem recebidos pelo acionista dependem de um sistema legal e práticas rigorosas de Governança Corporativa, os quais são criados para minimizar os conflitos de interesses que predominam na relação constituída entre a empresa e os *stakeholders*. Tais mecanismos tendem a estimular uma política de dividendos propensa a recompensar, com maiores percentuais, o investidor pela aplicação do seu capital na empresa.

As organizações assumem posturas mais sofisticadas, não mais preocupadas em somente gerar lucro e rentabilidade, mas atentas aos aspectos de sucesso global, no sentido de criação de valor, através de inserção de estratégias competitivas, melhores práticas e transparência nas informações relatadas à sociedade. Não obstante, o valor criado pela empresa só será percebido pelo acionista se o montante da remuneração for superior ao custo de oportunidade do capital próprio investido.

Considerando que o objetivo maior das organizações é a aumentar o valor para os acionistas, a política ideal seria aquela que maximiza o valor da organização, através do equilíbrio entre distribuição de dividendos e desempenho operacional crescente. Daí a importância da inserção de práticas de Governança Corporativa nos seus diferentes níveis, as quais podem garantir que os recursos sejam empregados de forma que os interesses dos acionistas sejam atendidos e também atenuam as discrepâncias existentes na relação da empresa com os investidores.

Este estudo tem como propósito investigar se há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa e a política de dividendos no Brasil. Para alcançar tal objetivo, foi desenvolvida uma pesquisa empírica, elaborada por meio de dados das empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA no ano de 2011.

He (2011), em seu estudo, verificou que empresas listadas na bolsa do Japão, inseridas num ambiente altamente competitivo, tendem a distribuir maiores percentuais de dividendos. Além disso, o referido autor identificou que essa maior distribuição de dividendos está fortemente relacionado ao nível de Governança Corporativa.

O presente estudo traz discussões acerca da política de dividendos e práticas de Governança Corporativa, visando contribuir com uma pequena parcela à literatura contábil brasileira, quanto aos aspectos de minimização dos conflitos entre acionistas minoritários e majoritários, bem como enfatizar a atuação da Governança Corporativa para atenuar problemas de agência.

2. REFERENCIAL TEORICO

Constantemente as organizações buscam alternativas para melhor atender aos interesses das partes relacionadas, tais como mecanismos de Governança Corporativa e

política de dividendos os quais mitiguem os conflitos que podem ocorrer nessa relação. A política de distribuição dos resultados e a inserção em níveis de Governança Corporativa dependem tanto do sistema legal do país no qual a organização se insere, quanto do modelo de gestão escolhido pelos administradores.

La Porta *et al.* (2000) afirmam que uma das respostas para as questões relativas a política de dividendos é de que essa está relacionada com os problemas de agência existentes entre gestores da firma e acionistas. Os autores destacam que a legislação de um determinado país oferece aos investidores certos poderes para proteger seus investimentos da atuação inadequada dos gestores. A regulamentação é diferenciada em função das características legais existentes em cada país. Em países onde há grande concentração de propriedade das ações, como os que se baseiam no modelo *code-law*, existe menor proteção aos acionistas. Enquanto isso, os países baseados no modelo *common-law*, nos quais há baixa concentração de propriedade, oferecem uma melhor proteção legal aos acionistas.

Conforme salientam Bartram *et al* (2012), em países com baixa proteção, os investidores são menos capazes de forçar as empresas a devolver um excedente de caixa operacional, o que implica que devemos observar um menor índice de pagamento de empresas em países de alta proteção, independente das oportunidades de crescimento e outros custos de agência. Hahn *et al* (2010) acentuam que cada empresa possui objetivos e metas diferentes, a distribuição de dividendos varia de acordo com os interesses de quem está no comando e também da situação econômica.

Segundo Ambrozini (2010), dentre duas empresas com o mesmo poder de geração de lucros e com a mesma posição em seu setor, aquela que pagar maiores volumes de dividendos quase sempre será negociada a um preço maior. Bartram *et al* (2012) enfatizam que os acionistas preferem que a empresa pague uma fração maior de seus ganhos uma vez que uma menor taxa de retenção reduz as oportunidades para os gestores desperdicem dinheiro em projetos não lucrativos ou com outras formas não vantajosas para os acionistas.

O sucesso competitivo depende da criação e da renovação das vantagens competitivas por parte das empresas, e a competitividade de um país, em um mercado cada vez mais globalizado, está diretamente relacionada ao poder de competição de suas empresas. Verifica-se que a procura por recursos mais baratos deve ser considerada como um importante fator de competitividade para as empresas. Nessa busca por recursos financeiros mais competitivos o mercado de ações e o financeiro são as mais importantes fontes de recursos disponíveis. (GUSMAO; LEMES JÚNIOR; RAIFUR 2007). Hahn *et al* (2010) afirmam que empresas que distribuem mais dividendos são mais eficientes do que aquelas que não distribuem dividendos. Sugerindo que empresas com tal perfil podem atrair investidores que preferem retorno imediato e redução de custos de agência.

A empresa é vista como um conjunto de contratos entre os diversos participantes, onde cada um contribui com algo para a firma e em troca recebe sua parte no bolo. (LOPES E MARTINS, 2007). Neste contexto se insere o acionista que aplica seu capital na organização e espera receber em troca os dividendos e os ganhos de capital, uma relação que proporcione benefício para ambas às partes do contrato, sem conflitos de interesses nem ruídos na comunicação. De acordo com a Teoria de Agência, é muito difícil garantir que o agente tome as melhores decisões do ponto de vista do principal, pois esse agente sempre procura maximizar sua utilidade. (FAMÁ; IOVINI 2012)

Diante do ambiente de conflitos de interesses existentes nas empresas, surge a necessidade de desenvolver mecanismos, internos e externos, que minimizem os conflitos e garanta que a companhia alcance o objetivo do principal, geração de riqueza para proprietários e acionistas. Bartram *et al.* (2012) afirmam que embora os investidores em países de alta proteção são capazes de usar seu poder legal para extrair dinheiro, quer sob a forma de dividendos ou recompra, os conflitos de agência em nível de empresa pode prejudicar sua capacidade de fazê-lo. Assim, pode-se considerar que a figura da Governança Corporativa ganha relevância quanto a promoção para o equilíbrio dos interesses dos acionistas. Segundo Lopes (2004), o funcionamento adequado depende do equilíbrio contratual estabelecido.

De acordo com Segreti, Rodrigues e Peleias (2006), a governança corporativa diz respeito à forma como uma empresa está sendo administrada; esta relacionada com a liderança, estratégia e política empresarial. Nesse sentido, os investidores têm exigido, cada vez mais, que as empresas adotem boas práticas de governança corporativa, passando a ser avaliadas não somente pelo seu desempenho financeiro, mas, também, pela transparência de suas operações. Os autores ainda destacam que uma empresa eficiente é aquela que possui bons padrões de governança corporativa, e que consegue transmiti-los a todos seus *stakeholders*.

Kimura *et al.* (2012) destacam que a governança corporativa tem um papel importante, que possibilita sinalizar um alinhamento entre agente e principal, conferindo maior segurança aos financiadores de recursos. A proteção do interesse de acionistas e credores torna-se, portanto, importante elemento para análise de estratégias e desempenho de firmas, visto que as regras estipuladas pela empresa e fatores institucionais influenciam os direitos de acionistas e credores e sua posição no mercado.

Em cada país, é observável a distinção no ambiente regulatório, nas práticas de Governança Corporativa adotadas, nos interesses dos acionistas majoritários e minoritários que operam no mercado. Assim, esses fatores influenciam a política de dividendos estabelecida pelas companhias.

A política de dividendos do Brasil, distingui-se daquela estabelecida em países desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra. Configurações de obrigatoriedade no pagamento de dividendos, aspectos de contabilização de operações e tributação sobre este tipo de rendimento são exemplos de diferenças comparativas. (BRUGNI *et al.* 2011). Os reguladores brasileiros, visando a melhorar proteção legal aos acionistas minoritários, estabeleceram um dividendo mínimo obrigatório por meio da Lei 10.303/2001.

Os resultados da pesquisa de Bartram *et al.* (2012) sugerem que empresas em países com baixa proteção têm, em média, pagamentos totais mais baixos do que as empresas em países de alta proteção do investidor. Segundo Milton (2004), as empresas com melhor governança corporativa pagam mais dividendos, sugerindo que forte governança corporativa impede problemas de agência e oferece melhor proteção para os investidores externos. No entanto, salienta que a relação positiva entre governança corporativa e pagamentos de dividendos é limitada principalmente aos países com forte proteção dos investidores sugerindo que nível de governança corporativa e nível de proteção do país aos investidores são complementares e não substitutos.

A política de distribuição das empresas brasileiras não possui um padrão. De acordo com Mota (2007), as conclusões de estudos internacionais não podem ser aplicadas diretamente ao mercado brasileiro, já que há uma série de particularidades, dentre as quais se destacam: (a) existência de dividendo mínimo obrigatório; (b) possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio; (c) grande concentração da propriedade; e (d) dividendos, numa visão fiscal, são mais vantajosos que as recompras de ações. Ainda segundo o autor, a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com o endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento são fatores que levam as empresas a distribuírem uma maior parte dos seus lucros na forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

De acordo com Hanh *et al* (2010), as empresas brasileiras são marcadas pela grande concentração acionária. As empresas de capital aberto, após apuração do lucro, têm que decidir entre distribuir dividendos aos seus acionistas ou reter lucros para futuros investimentos ou reinvestimentos. Ou seja, as empresas têm que definir sua política de dividendos. Tais decisões sobre dividendos se interligam com as decisões de financiamento e de investimento. Assim, a decisão de dividendos tanto depende das duas outras decisões anteriores quanto nelas interfere.

Conforme mencionam Dalmacio e Corrar (2007), no Brasil, existe uma alta concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas. Diante desse contexto, como a decisão sobre a distribuição de dividendos é tomada pela administração, o pagamento deles acontece apenas para atender a legislação societária gerando a expectativa de que a parte não distribuída é utilizada no financiamento de novos investimentos (reinvestimentos); o que aumenta o valor da empresa e, conseqüentemente, o das ações. Há, portanto, algum relacionamento entre dividendos e concentração acionária, bem como há possibilidade de ocorrer relações de agência e assimetria informacional.

No contexto brasileiro, o principal conflito ocorre entre acionistas controladores e minoritários diferente do conflito entre acionistas e gestores, encontrado em outros mercados (LOPES; WALKER, 2008). Além disso, Famá e Iovini (2012) indicam que a hipótese da assimetria informacional surge diante da inegável constatação de que os administradores detêm mais informações sobre as perspectivas futuras de investimentos e de dividendos que os demais acionistas.

Segundo Moura, Macedo e Hein (2011), a alta concentração de capital votante por parte do controlador pode resultar em ambientes de conflitos entre os acionistas controladores e os demais *stakeholders* da empresa. Visto que os resultados do seu estudo referente a relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e a adoção de boas práticas de governança corporativa nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, demonstraram que em 74% das empresas analisadas, os acionistas controladores possuíam capital votante superior a 50%.

Após as mudanças na legislação internacional, como a promulgação da Lei *Sarbanes Oxley* (SOX), no Brasil observa-se diversas iniciativas para fortalecer o mercado acionário. Barbosa e Camargos (2010) elencam os esforços empreendidos por instituições governamentais – CVM (Comissão de Valores Mobiliários) – e privadas – IBGC e Bovespa – para melhorar o funcionamento do mercado de capitais e aumentar a sua confiança e transparência. Dentre as principais iniciativas, destacam-se: a reforma na Lei das S.A. (Lei no 10.303/01), que introduziu dispositivos sobre a estrutura de capital, administração e direitos

dos não controladores, além de fortalecer o papel da CVM; a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa; as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES; novas regras de investimento por parte de fundos de pensão; e projeto de reforma das demonstrações contábeis.

De acordo com a BM&FBovespa (2012), as exigências para as companhias são elevadas a proporção da elevação dos níveis. As companhias listadas no nível 1 comprometem-se, principalmente, com a melhor prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Nas do nível 2, além de aceitarem as exigências do nível 1, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. No Novo Mercado, que é o maior nível com relação ao padrão de Governança Corporativa, as companhias listadas só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON). As regras mais rígidas reduzem o risco de assimetria informacional dos investidores, os quais possuem direitos e garantias asseguradas quanto à divulgação de informações mais completas.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2011), é importante prezar pela separação de funções e definição clara de papéis e responsabilidades associadas aos mandatos de todos os agentes de governança, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância, de forma a minimizar possíveis focos de conflitos de interesses. Bartram *et al* (2012) destacam que empresas com níveis mais elevadas de governança corporativa devem ter custos de agência mais baixos, uma vez que, nestas empresas, é mais restrita a capacidade dos *insiders* para expropriar os interesses dos acionistas minoritários, *ceteris paribus*.

Os dividendos podem ser definidos como um dos meios de distribuição dos ganhos de uma empresa aos acionistas. E eles têm função fundamental na escolha entre reinvestimento dos recursos ou tornar palpável o retorno ao investidor. Contudo, apesar de, parecer uma decisão simples, figura como uma questão estratégica fundamental para a continuidade das operações da organização. No Brasil a Lei 10.303/2001 dispõe sobre o dividendo mínimo obrigatório, como segue:

"Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e
- b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art.197);

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido”.

Segundo Abreu (2007) uma forma de aumentar o retorno para o acionista seria seguir os seguintes passos: (i) Pagar efetivamente o máximo de Juros Sobre o Capital Próprio que for

possível. Dessa maneira a empresa obterá economia tributária em razão da dedução do valor dos JSCP da Base de Cálculo do Imposto de Renda e evitaria que o acionista tivesse Ganho de Capital, o qual também é sujeito à tributação; (ii) Não havendo caixa, contabilizar o valor dos Juros Sobre o Capital Próprio como aumento de capital. Embora não evite que o acionista permaneça sujeito à tributação sobre o Ganho de Capital, esta medida permitiria a economia tributária em razão da dedução dos JCSP da Base de Cálculo do Imposto de Renda e CSLL; (iii) Distribuir o máximo de lucros possível, mesmo que de forma parcelada. Esgotado o limite dos JSCP, esta alternativa evita a exposição do acionista à tributação sobre o Ganho de Capital; e (iv) Financiar novos projetos por meio de novas emissões de ações. Esta alternativa, em contraste com a retenção de lucros, traz a obtenção das vantagens relativas à redução da tributação sobre o Ganho de Capital, e a sua conciliação com o crescimento da empresa.

No cenário atual pode-se realçar a lei 11.638/2007 e 11.941/2009, responsáveis por significativas mudanças na legislação societária brasileira, objetivando, principalmente, convergir às práticas contábeis brasileiras com as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards – IFRS*). A adoção das IFRS indica aspectos relacionados à essência sobre a forma, tornando a informação contábil mais próxima à realidade das organizações, numa linguagem única e inteligível, o que, consequentemente, pode contribuir com a redução da assimetria informacional e dos conflitos de agência entre usuários, bem como com a melhoria da transparência, qualidade e comparabilidade das informações contábeis reportadas pelas organizações.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Na condução do estudo buscou-se encontrar uma associação entre a rentabilidade do dividendo dependendo do Nível de Governança Corporativa e da classe da ação das empresas. De forma que duas hipóteses de pesquisa foram testadas:

H_0 – Não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos.

H_1 – Há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos.

Em sua abordagem, o presente estudo é de natureza quantitativa. Martins e Theóphilo (2009) afirmam que nesse tipo de pesquisa, o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa, isto é: organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados.

Ante o exposto e a estrutura de instrumento de coleta de dados utilizada, e técnica estatística eleita para verificar a existência de tal relação foi um modelo de regressão Multivariado, cuja forma geral apresenta-se a seguir. Segundo Cunha e Coelho (2012) o empregado da análise de regressão consiste em determinar uma função matemática que busca descrever o comportamento de determinada variável, denominada dependente, com base nos valores de uma ou mais variáveis, denominadas independentes. Quando o problema apresentado tem por objetivo prever uma variável dependente a partir do conhecimento de mais de uma variável independente, a técnica estatística é denominada regressão múltipla.

A variável dependente, rentabilidade do dividendo (Div Yield), as variáveis independentes utilizadas para o ajuste do modelo e testes estatísticos foram Nível de

Governança Corporativa (Cod Gov2) e a classe das ações (Codclas) negociadas pelas empresas.

$$\text{DivYield} = \beta_0 + \beta_1.\text{Gov} + \beta_2.\text{Classe}$$

Sendo:

DivYield = Rentabilidade do Dividendo (Div Yield)

β = Coeficientes

Gov = Nível de Governança Corporativa (Com ou Sem)

Classe = Classe da Ação (Ordinárias e Preferenciais)

O dividendo *yield*, que é a variável dependente, representa a distribuição de dividendos e os juros sobre o capital próprio das ações, tendo em vista que no Economatica[®] sua composição já incorpora as duas formas de remuneração do acionista. O dividendo *Yield* representa a relação dos proventos pagos no ano equivalente ao montante de dividendos e juros sobre capital próprio e o preço da ação no final do ano. Enquanto que a inclusão da variável Governança Corporativa, as empresas foram separadas segundo a classificação desenvolvida pela BM&FBOVESPA dos níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), para atender o propósito da pesquisa os valores foram transformados em variável dicotômica, codificadas em variáveis *dummy*, assim, as empresas que estavam inseridas em um dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) atribuiu-se o valor 1 e as que não estavam inseridas em nenhum dos níveis atribuiu-se o valor 0. Da mesma forma a variável referente às classes das ações também foi codificada em variável *dummy*, onde as ações preferenciais receberam o valor 1 e ações ordinárias receberam o valor 0 como atributo. O motivo da conversão das variáveis em *dummy* deu-se pelo fato de permitir uma classificação quantitativa para variáveis que eram originalmente qualitativas.

O software estatístico SPSS 19.0 (*Statistical Package for the Social Sciences*) foi usado para realizar todas as análises da pesquisa.

A população desta pesquisa foi composta por companhias brasileiras que negociam suas ações (ordinárias e preferenciais) na BM&FBovespa, as informações foram coletadas na base de dados Economatica para o ano de 2011. Foram excluídas da base as empresas que possuíam cadastro cancelado (não mais listadas por terem decretado falência ou pelo fato deterem fechado o capital, mas que continuam presentes no sistema).

A amostra contou com 562 observações (388 referentes a empresas que possuíam ações ordinárias 174 referentes a empresas que possuíam ações preferenciais). No entanto, a variável rentabilidade dos dividendos caracterizava-se pela presença de valores extremos (*outliers*), os quais foram excluídos. Os casos com rentabilidade de dividendos padronizada inferiores a -2 ou superiores a 2 foram excluídos. De acordo com Hair *et al* (2009) os dados com valores atípicos, igualmente conhecido pelo termo técnico *outliers* podem ser definidos observações que se distinguem, em especial, das demais observações.

Após a remoção dos extremos a amostra contou com 259 observações (141 referentes a ações ordinárias e 118 referentes a ações preferenciais).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a realização da regressão, verificou-se que as médias e os desvios-padrão das empresas analisadas no estudo, que estão inclusas em diferenciados níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa foram superiores aos resultados alcançados pelas empresas que não estão inseridas em nenhum dos níveis de Governança Corporativa. Observou-se que as medidas descritivas de ambas as classes de ações (ordinárias e preferenciais) possuem maiores valores para empresas que estão enquadradas em um dos níveis de Governança Corporativa do que as que não estão enquadradas, ou seja, as empresas com rigorosas práticas de Governança Corporativa possuem associação com maiores retorno de ações.

Tabela 1: Análise Descritiva

Classe da Ação	Média	N	Desvio	Média	N	Desvio
	Sem GC			Com GC		
Ordinária	4,791201	74	3,809716	5,679737	68	3,855591
Preferencial	4,352091	97	3,487822	5,694167	21	4,223254

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 1 não conseguiu evidenciar a existência de associações entre o rendimento da ação e práticas de Governança Corporativa, de acordo com a classificação da BM&FBovespa. A média do *yield* dos dividendos para ações ordinárias e preferenciais sem práticas de Governança Corporativa foi de 4,791201 e 4,352091 respectivamente, enquanto essa média para ações ordinárias e preferenciais que possuem prática de Governança Corporativa foi de 5,679737 e 5,694167, respectivamente. O nível de confiança de 95% e um nível de significância de 5% foi estabelecido para investigação.

O resultado do teste de hipóteses, ou teste de significância, tem por finalidade tomar decisões baseadas nas evidências fornecidas pelos dados amostrais. Para isso, a regressão Multivariada utilizada não apresentou problemas quanto à heteroscedasticidade e multicolinearidade, apesar de não apresentar normalidade dos resíduos, o que não impossibilitou a análise dos achados, de acordo com os objetivos desse estudo.

Tabela 2: Teste de Heteroscedasticidade e Normalidade

Teste	Estatística de teste	p-valor
White para a heteroscedasticidade	0,557091	0,906181
Normalidade dos resíduos	129,257	8,55642e29

Fonte: Dados da Pesquisa.

A tabela 3 apresenta os coeficientes não padronizados (Unstandardized Coefficients), os valores dos coeficientes (B) e os valores dos erros padrões (Std. Error). Nesse caso, o coeficiente da constante foi igual a 4,72006, o coeficiente da Governança Corporativa foi igual a -0,313691 e o coeficiente de classes de ações foi igual a 1,0371.

Tabela 3: Teste de Hipóteses

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
const	4,72006	0,409711	11,5204	<0,00001
CodClas	1,0371	0,537327	1,9301	0,05469

Cod_Gov2	-0,313691	0,497702	-0,6303	0,52907
----------	-----------	----------	---------	---------

Fonte: Dados da Pesquisa.

Assim o modelo calculado pode ser apresentado da seguinte forma:

$$\text{DivYield} = 4,72006 - 0,313691 \text{ Gov} + 1,0371 \text{ Classes}$$

Em geral, os níveis de significância para as variáveis foram superiores ao padrão de 5% assumido na pesquisa. Nesse caso, apenas a variável que representa a classe de ações apresentou significância próxima ao padrão (0,0547). Nesse sentido, os sinais apresentados pelos coeficientes indicam que as ações preferenciais impactam positivamente o nível de rentabilidade dos dividendos, enquanto as práticas de governança impactam negativamente, apesar do nível de significância encontrado (0,5291).

Tais achados indicam que a adoção de práticas de governança não foram associadas à variável dependente. Enquanto isso, estatisticamente, pode-se destacar que as classes de ações e práticas de governança não possuem associação com o rendimento dos dividendos. Ou seja, no exercício de 2011, os níveis diferenciados de Governança Corporativa não estão fortemente associadas ao rendimento do dividendo, enquanto as classes de ações podem ser associadas aos mesmos com a flexibilização do nível de significância estatística.

Assim, os resultados obtidos por meio dos testes estatísticos corroboram a hipótese nula de que não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos. É importante ressaltar que os resultados obtidos são válidos para a amostra selecionada, de modo que eles respondem ao que se propôs no início do estudo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com intuito de responder a questão de pesquisa, e atender aos propósitos definidos foram constituídas duas hipóteses de teste – hipótese nula e hipótese alternativa. Para que fosse possível aceitar ou rejeitar cada uma dessas hipóteses, os dados foram submetidos à Análise de Regressão Multivariada. Para atingir o objetivo da pesquisa, que era averiguar se há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos, esperava-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, maior seria a política de distribuição de dividendos praticada pelas empresas.

Não obstante, os resultados de pesquisas anteriores revelam que a distribuição de dividendos está associada às rigorosas práticas de Governança Corporativa, no que tange os níveis diferenciados. Além disso, refletem que empresas que enfrentam um ambiente altamente competitivo tendem a aderir uma política de distribuição mais acentuada, bem como buscar refúgio nos mecanismos de Governança Corporativa para reduzir os conflitos de agência.

Ao analisar os resultados baseados na rentabilidade dos dividendos das empresas com ou sem Governança Corporativa, para ações ordinárias e preferenciais, observou-se evidências divergentes daquelas destacadas nos estudos supracitados. Ressalta-se que os padrões de remuneração por dividendos e juros sobre o capital próprio não seguiram a lógica estabelecida por realidades de outros mercados, onde maiores níveis de governança corporativa ensejariam maiores retornos.

Dessa forma, para o exercício de 2011, observa-se que o nível de Governança Corporativa da BM&FBovespa não influenciou a remuneração dos acionistas. Essa evidência apresenta uma perspectiva diferente daquela desejada quando se trata de controles e mitigação dos problemas de agência. Visto que as companhias classificadas nos diferentes níveis de governança deveriam melhor remunerar os acionistas. No entanto, observa-se uma postura conservadora quanto à política de distribuição de resultados.

Nesse sentido, podem-se identificar maiores remunerações por parte de companhias que se apresentam como alternativas “arriscadas” para os investidores. Para essas, as práticas de governança seriam relativizadas por maiores remunerações dos acionistas, o que pode figurar como característica daqueles que atuam no mercado brasileiro. Enfim, os achados dessa pesquisa evidenciam que o mercado brasileiro pode estar seguindo o que preconiza a teoria de finanças, quanto maior o risco, maior o retorno.

Como limitações do estudo, destaca-se o mapeamento de apenas um ano de remuneração por parte das empresas de capital aberto, além da utilização de apenas duas variáveis que podem ter associação com a política de dividendos das empresas brasileiras (níveis de Governança Corporativa e as classes de ações). Desta forma, é válida a iniciativa de realizar futuras pesquisas considerando maior período de tempo e inclusão de outras variáveis financeiras e de mercado ao modelo de análise.

REFERÊNCIAS

- ABREU, A. F. de.** Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira. Dissertação de mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.
- BARBOSA, F. V. ; CAMARGOS, M.A.** A adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária? Evidências Empíricas do Mercado Brasileiro. REGE. Revista de Gestão USP, vol. 17, p. 55-70, 2010.
- BARTRAM, S. M.; et al.** Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study. Working Paper Series. March, 2012. Disponível em:< <http://ssrn.com/abstract=1068281>>. Acesso em 07 de julho de 2012.
- BM&FBOVESPA.** Governança Corporativa - Segmentos de Listagem. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em 03 de julho de 2012.
- BRASIL.** Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, Brasília. Casa Civil, 2001. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acesso em 09 de julho de 2012.
- BRUGNI, T. V. et al.** Influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas listadas na bovespa. In: V Congresso AnpCONT, 2011, Vitória-ES. Anais Eletrônicos, 2011.
- CUNHA, J. V. A. ; COELHO, A. C.** Regressão Linear Múltipla. In: Corrar, L.J.; Paulo, E.; Dias Filho, J.M.. (Org.). Análise multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. São Paulo: Atlas, p. 131-231, vol. 1, 4ª impressão, 2012.
- DALMACIO, F. R. ; CORRAR, L. J.** A Concentração do Controle Acionário e a Política de Dividendos das Empresas Listadas na Bovespa: Uma abordagem exploratória à Luz da Teoria de Agência. Revista de Contabilidade e Organizações (RCO), v. 01, p. 30-10, 2007.
- FAMÁ, R. ; IOVINE, A.** O que revelam os estudos publicados no Brasil sobre política de dividendos? Revista de Administração de Empresas -RAE (Impresso), v. 52, p. 1-15, 2012.
- GUSMAO, I. B. ; LEMES JÚNIOR ; RAIFUR, L .** Estrutura de capital e a competitividade das empresas brasileiras: um estudo na Bovespa no período de 1997-2007. In: XI SEMEAD - Seminários em Administração FEA/USP, v. 1. p. 1-1, São Paulo, 2008.
- HAIR, J. F. et al.** Análise Multivariada de Dados. 6ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HANH, A. V. et al. Um Estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 21, p. 15-48, 2010.

HE, W. Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting and Finance*, vol. 52, issues 2, april, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANCA CORPORATIVA. Código das Melhores Praticas de Governança Corporativa. São Paulo. 4.ed.,2010. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 29 de junho de 2012.

KIMURA, H. et al. Estudo da influência da governança corporativa e do ambiente institucional dos países na lucratividade das empresas. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 9, p. 101-115, 2012.

LA PORTA, R., LOPES,S.F.,SHLEIFER, A. VISHNY, R.W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 3-27.2000.

LOPES, A. B. A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sergio de.LOPES, Alexsandro Broedel. *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness os accounting reports: an experiment in Brazil. Working Paper Series, february, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em 28 de Junho de 2012.

MARTINS, G. A. THEÓPHILO, C. R. Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas, 2009.

MOURA, G. D. ; MACEDO, F. F. R. R. ; HEIN, N. Investidores Institucionais e Boas Práticas de Governança Corporativa: Uma Análise das Maiores Empresas Brasileiras Listadas na Bovespa. In: Anais do V Congresso Anpcont, Vitória, 2011.

MOTA, D. C. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Dissertação de mestrado. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2007.

SEGRETI, J. B. ; PELEIAS, I. R. ; RODRIGUEZ, G. M. Governança Corporativa: estudo dos motivos que impedem a adesão das companhias ao novo mercado da BOVESPA. *Contextus. Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 4, p. 7-16, 2006.