

EFEITOS DA ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

TRICIA THAISE E SILVA PONTES

USP - Universidade de São Paulo

triciatsp@usp.com

SHIRLEY LUANNA VIEIRA PEIXOTO GENUINO

Universidade Federal da Paraíba

shirleyluanna@hotmail.com

EFEITOS DA ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

1. INTRODUÇÃO

Com a separação entre controle e propriedade ocorrida nas corporações modernas, conforme evidenciou Berle e Means (1932), iniciou-se a busca por mecanismos capazes de proteger os interesses dos proprietários. A governança corporativa surge como um instrumento de proteção que garante aos investidores a obtenção do retorno de seus investimentos nas empresas aumentando o controle sobre os gestores, diminuindo a expropriação dos acionistas e assegurando que os administradores não irão desviar o capital investido ou direcioná-lo para projetos ruins que destruam valor. (HITT, IRELAND, HOSKISSON, 2008)

Grande parte dos benefícios gerados pela governança corporativa ocorre devido à redução dos custos de agência decorrentes dos conflitos de interesses entre principais e agentes por meio de procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes (SHLEIFER E VISHNY, 1997; JENSEN E MECKELING; 1976).

Boas práticas de governança corporativa asseguram a qualidade e credibilidade presentes nas informações dos relatórios financeiros, diminuindo os custos de monitoramento para os investidores que deixarão de recorrer a pesquisas caras para ter acesso às informações que necessitam. Com isso o custo de capital próprio diminui e os investidores sentem-se mais motivados a investir.

Leal e Saitto (2003) orientam que no Brasil, assim como na maioria dos países, o controle é muito concentrado, e os controladores podem monitorar os administradores facilmente. A separação entre administração e controle não acontece em todos os casos, frequentemente a administração e o controle são exercidos pelas mesmas pessoas, mesmo nas grandes organizações de capital aberto. Neste caso, torna-se evidente o conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

É da necessidade de solucionar esses problemas gerados pela separação entre propriedade e controle que surge a Governança Corporativa. Shleifer e Vishny (1997, p.137) relatam que o processo de Governança “lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Jensen e Meckeling (1976) por sua vez, definem a governança corporativa como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência.

Um fator também considerado pela teoria de agência como capaz de minimizar os custos gerados pela separação entre controle e propriedade é o pagamento de dividendos. Jensen (1986) considera que os dividendos diminuem o fluxo de caixa livre que poderiam ser desperdiçados pelos administradores em projetos que não maximizam valor, diminuindo assim, o investimento excessivo da administração e o oportunismo gerencial.

Muitas pesquisas têm sido inspiradas pelos argumentos da teoria de agência e explorado a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e a política de dividendos adotada. De acordo com o modelo de dividendos desenvolvido por La Porta et al (2000), a qualidade da governança corporativa deve ser positivamente relacionada com o pagamento de dividendos em empresas que ofereçam mais proteção aos direitos dos

acionistas. Estes irão pressionar mais os gestores a distribuir dividendos ao invés de deixá-los livres para benefícios particulares.

Este artigo pretende observar se há maior ou menor influência em algumas variáveis que formam a política de dividendos das empresas com governança corporativa (pertencentes aos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA) e as empresas sem governança no que se refere a estes determinantes.

O restante deste artigo está estruturado como segue. A Seção dois faz uma breve revisão da literatura a respeito da governança corporativa e a forma como se relaciona com a política de dividendos. A seção três apresenta a amostra, as variáveis e o método utilizados na pesquisa. A seção quatro refere-se à análise dos resultados obtidos após a aplicação do método. Por fim, a seção cinco com as considerações finais, seguida pelas referências que embasaram este trabalho.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

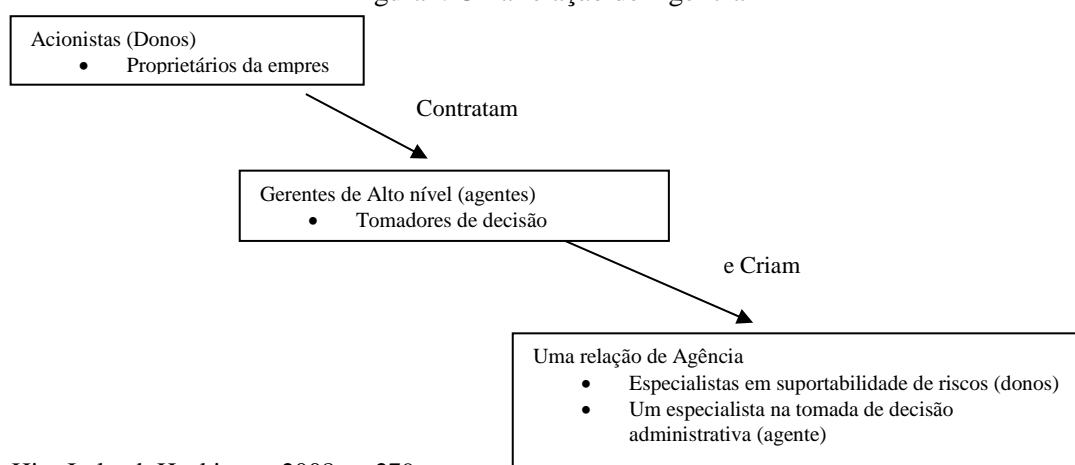
2.1 Governança Corporativa e Teoria da Agência

Governança corporativa pode ser entendida como estratégias utilizadas para monitorar as práticas desempenhadas pelos dirigentes, bem como dar direcionamento a decisões empresarias, com o intuito de obter um melhor desempenho (HITT, IRELAND, HOSKISSON, 2008; RAMOS, MARTINEZ, 2006; MÜLBERT, 2009). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) apresenta o seguinte conceito “um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas”. Diante dessas afirmativas podemos compreender que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que pode ser traduzido como práticas empresariais de monitoramento das partes interessadas, que procuram minimizar a possibilidade de ocorrência de problemas de agência.

A Relação de agência é vista como um contato em que uma ou mais pessoas se envolvem com um ‘agente’ para realizar serviços em seu nome, através de um contrato. No entanto, problemas ocorrem quando nesta relação há divergência de interesses, e um começa a possuir vantagens em detrimento do outro. Tendo em vista que não há simetria da informação, ou seja, uma das partes tem maior acesso do outra. (JENSEN E MECKLING,1976; FURRER, 2011).

A relação de agência é intrínseca a governança corporativa Dessa forma para que haja uma boa governança, as organizações gastam grandes somas financeiras no custo da agência. Hitt, Ireland, Hoskisson (2008) apresentam com a Figura (01) a seguir, como ocorre uma relação de agência.

Figura1: Uma relação de Agência



Para gerenciar de maneira mais eficaz a relação de agência, Pound (2000) propõe a criação de uma empresa “regulada”. Segundo o autor a composição sistemática do conselho administrativo provoca um aumento do desempenho da governança e a melhoria organizacional. Os cinco passos são sugeridos, são:

- Os membros do conselho devem ser peritos, ou seja, eles devem conhecer verdadeiramente o funcionamento organizacional;
- As reuniões deverão focar em analisar novas decisões estratégicas e políticas, ou seja, a concentração de atenção e tempo não deve ser priorizada para revisão de desempenho passado;
- Os diretores precisam ter um excelente acesso à informação. Tudo aquilo que é pertinente a organização deve ser de acesso do conselho;
- Os administradores devem dedicar-se substancialmente a organização;
- Os membros do conselho devem receber bons incentivos, pois a tarefa a eles delegada é de difícil execução e de alto grau de responsabilidade.

Dessa forma, Pound (2000) acredita que a empresa conseguirá driblar os problemas de agência, além de minimizar o oportunismo administrativo por parte dos alto executivos.

Também com o objetivo de melhorar o desempenho da governança, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) lançou em 2009 a quarta edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, nele há orientações quanto ao melhor tamanho de conselho fiscal e diretor, comportamento, forma de votação, problemas éticos e outras práticas que segundo o IBCG, são benéficas para a organização.

Aspectos como, tamanho e diversidade são importantes para composição dos conselhos. Jensen (1993) aconselha que sejam formados pequenos conselhos, pois um grande número de pessoas pode dificultar o processo decisório. Segundo o mesmo autor, a diversidade resulta em um maior número de especialistas observando o mesmo problema através de diferentes ângulos. Quando esta combinação de pensamentos diferentes ocorre de maneira sinérgica, um resultado diferenciado pode ser percebido.

Quanto à formação externa ou interna do conselho, estudos realizados por Schiehl e Santos (2004) demonstram que se a organização possuir um único acionista que detenha mais de 50% de ações com poder de voto, há significativas chances do CEO ser externo.

Todas estas características devem ser examinadas, no sentido de adequar as práticas para minimização dos problemas de agência e o consequente resultado positivo da governança corporativa.

2.2 Política de Dividendos e Governança Corporativa

A política de dividendos refere-se à forma como é feita a distribuição dos lucros aos acionistas, a empresa escolhe a porção dos lucros que será paga e a quantidade que será retida ao longo do tempo para investimentos. Não há consenso quando o assunto é política de dividendos e seus efeitos para a empresa. Lintner (1956) foi o primeiro a estudar a política de dividendos e encontrou que as empresas seguem uma política de dividendos estável, só há aumento no pagamento de dividendos quando ocorre aumento permanente nos lucros, o autor destacou ainda a influência da política sobre o valor das ações. Black (1976) tratou o tema como um “*dividend puzzle*” por não conseguir encontrar explicação consistente para o que determinaria o pagamento de dividendos por parte das empresas.

Modigliani e Miller (1961) defendem que na existência de mercados perfeitos e com a política de investimentos da empresa mantida constante, a política de dividendos é irrelevante. De acordo com os autores o dividendo por si só não tem efeito sobre o valor da empresa ou seu custo de capital. A partir desta proposição, vários pesquisadores tem se dedicado a estudar a política de dividendos na presença de imperfeições de mercado.

No Brasil, após alteração na legislação brasileira em 1996, as empresas podem optar por pagar proventos aos acionistas através de juros sobre capital próprio, dividendo ou uma combinação dos dois. Dependendo basicamente da necessidade da companhia em aproveitar a dedutibilidade fiscal dos juros sobre o capital próprio. O pagamento de dividendos pode sinalizar ao mercado que a empresa está em boa situação e assim aumentar o valor das ações no mercado. Além disso, a decisão do pagamento dos dividendos deve levar em consideração a forma que maximiza o retorno dos acionistas. (HEINEBERG e PROCIANOY, 2003).

Ross (2010) apresenta alguns fatores que influenciam uma política de dividendos elevados, os mais mencionados pelos autores são: a preferência por rendimentos correntes e a eliminação da incerteza. Além desses o autor também trata da arbitragem fiscal e dos custos de agência. Este último merece destaque devido o objetivo deste trabalho, visto que os dividendos podem servir para reduzir os custos de agência à medida que aumentando o pagamento de dividendos a parcela de fluxo de caixa livre diminui e dessa forma reduz a quantidade de dinheiro nas mãos da administração que poderia ser usado de forma incorreta.

A influência dos aspectos teóricos como determinantes no valor distribuído pela política de proventos no Brasil foi testada por Heineberg e Procianoy (2003), para empresas listadas na Bovespa no período de 1994 a 2000. Dentre as variáveis explicativas estudadas o lucro líquido e os proventos pagos no ano anterior foram as que se mostraram mais significativas.

De acordo com Easterbrook (1984) o pagamento de dividendos ajuda na redução dos problemas de agência, ao aumentar o monitoramento das empresas pelos agentes do mercado de capitais, à medida que o pagamento de dividendos aumenta a lucratividade e a frequência com que novas ações são emitidas. Essa emissão, por sua vez, leva a uma maior investigação da administração por parte dos agentes diminuindo o comportamento oportunista da gerência e assim, os custos de agência.

A relação entre a governança corporativa e o pagamento de dividendos foi tratada por La Porta *et al.* (2000) que mostraram que empresas em países de *common law* pagam dividendos maiores do que países de *civil law* nos os acionistas minoritários sofrem de fraca proteção legal. Dessa forma quanto maior a dispersão de propriedade maior seria o pagamento de dividendos. Outra importante constatação foi que as firmas com altas oportunidades de investimento têm baixos pagamentos de dividendos, isso acontece porque os investidores entendem essas oportunidades de crescimento e exercem menos pressão sobre a administração para a distribuição dos lucros.

Mota (2007) investigou os padrões das políticas de distribuição adotadas pelas empresas brasileiras e alerta para a existência de alguns pontos críticos que uma companhia deve estar atenta antes de definir sua política, sendo a existência de fluxo de caixa, o não comprometimento com o endividamento, a preocupação com a governança corporativa e baixas oportunidades de investimento responsáveis por levar as empresas a distribuírem uma maior parte de seus lucros.

Mitton (2005) testou a relação entre governança corporativa e política de dividendos para empresas de 19 países com mercados emergentes e os resultados foram semelhantes. As empresas com forte governança corporativa realizavam maiores pagamentos de dividendos e a relação negativa entre oportunidades de crescimento e dividendos também foram maiores nas empresas com governança assim como a rentabilidade, responsável por determinar parte dos dividendos pagos. Também encontraram que o nível de proteção ao investidor oferecido pelo país também é um fator associado a altos pagamentos de dividendos.

Um estudo realizado por Kowalwski *et al.* (2007) identificou associação positiva entre pagamento de dividendos e a prática de governança corporativa, indicando que as firmas com mais proteção aos direitos dos acionistas pagam dividendos mais altos. Os resultados mostraram que empresas com fraca proteção aos direitos dos acionistas minoritários, bem

como, empresas mais arriscadas e endividadas pagavam dividendos menores que empresas com elevados padrões de governança corporativa ou empresas com baixas oportunidades de investimento.

Adjaoud e Walid (2010) usaram a perspectiva da teoria da agência para investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e política de dividendos em grandes empresas do Canadá no período de 2002 a 2005. Os resultados confirmaram a hipótese da teoria de que empresas com forte governança corporativa têm altos pagamentos de dividendos. Foi encontrada associação positiva entre o pagamento de dividendos e o tamanho da empresa, o nível de fluxo de caixa livre e o pagamento de dividendos anterior. Outro importante resultado que confirma a teoria foi a relação existente entre pagamentos de dividendos mais altos e maior proteção aos direitos dos acionistas. De acordo com os autores os resultados sugerem que quando os direitos dos acionistas são fortes, eles podem usar seu poder para pressionar os gerentes a pagar dividendos mais altos em vez de usar esse dinheiro para seu benefício.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra, objetivo e hipótese da pesquisa

A metodologia adotada nesta pesquisa é caracterizada por uma abordagem quantitativa, pois utilizou de ferramentas estatísticas para compreender se há interferência da governança corporativa nos determinantes da política de dividendos das organizações com ações comercializadas na BM&FBOVESPA durante o período de 2007 a 2011.

Para a construção da amostra foram selecionadas, inicialmente, na base de dados da ECONOMÁTICA, todas as empresas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA e que ainda continuam ativas no período analisado. Essa primeira triagem resultou em uma amostra de 1045 empresas. No entanto, foi necessária uma segunda triagem para admitir na amostra apenas empresas que tiveram observações completas por pelo menos três anos consecutivos. Tendo em vista, que a ausência dessas informações poderia comprometer a neutralidade dos resultados. Além disso, foi realizada a exclusão das instituições financeiras, pois estas organizações possuem características peculiares em seus resultados. A amostra final foi composta por 423 empresas. Destas, 234 são organizações pertencentes a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa (nível um, nível dois e novo mercado) e 189 empresas que não fazem parte dos níveis de governança corporativa diferenciados, ou seja, pertencentes ao Mercado Tradicional.

A hipótese alternativa é que as variáveis que mais influenciam na política de dividendos sejam diferentes nos dois grupos estudados, pois partimos do pressuposto teórico que organizações que possuem melhores práticas de governança corporativa, sejam mais rentáveis, tenham maior controle e conseqüentemente, paguem mais dividendos do que as que não possuem boas práticas de governança (JENSEN, MECKLING, 1976; FURRER, 2011; HITT, IRELAND, HOSKISSON, 2008).

3.2 Método e variáveis utilizados

O método de estimação utilizado foi a análise de regressão múltipla. Tendo em vista, que o objetivo do trabalho é identificar se há existência de modificação nas variáveis que determinam a política de dividendos organizacional, comparando empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa e do mercado tradicional da BOVESPA. Hair (2011, p. 154) conceitua análise de regressão múltipla como uma “técnica estatística que pode

ser usada para analisar a relação entre uma única variável dependente (critério) e várias variáveis independentes (preditoras).”

Durante a análise foi observado os valores resultantes no teste Durbin-Watson, R ajustado e no nível de significância. Também foram solicitados no *output* os gráficos: *scatterplot* e histograma. Segundo Corrar, Paulo e Filho (2007) o teste de Durbin-Watson verifica a presença ou inexistência de autocorrelação serial dos resíduos.

Os valores de R apresentam em percentual de o quanto a equação proposta pela regressão está respondendo a variável dependente e qual os valores que correspondem ao erro, ou seja, a variáveis não analisadas (HAIR, 2011; RIBAS, VIEIRA, 2011).

Hair (2011) conceitua variável dependente como “prevista ou explicada pelo conjunto variáveis independentes”. As variáveis explicativas ou independentes são estimadas na tentativa de compreender o quanto interferem na dependente. Nesta pesquisa foram consideradas as seguintes variáveis independentes: receita, lucro líquido, crescimento sobre investimento e dividendos pagos no ano anterior. Estas variáveis explicam e/ou afetam a variável dependente (CORRAR, PAULO, FILHO 2007; HAIR, 2011). Para a viabilização dos estudos utilizamos o software SPSS 18 como ferramenta estatística.

Foram utilizadas *proxies* para representar os aspectos teóricos dos determinantes da política de dividendos esperados pelo modelo. Foram estudados os aspectos mais recorrentes na teoria divididos em lucros/prejuízos, estabilidade da política de dividendos, endividamento, crescimento/investimento e tamanho da empresa. O resumo das variáveis, *proxies* utilizadas e relações esperadas com a variável dependente é apresentado no Quadro 1.

Quadro 01: Variáveis para representação de Aspectos Teóricos

Aspectos Teóricos	Proxy	Relação Esperada
Política de dividendos	Dividendos pagos no ano corrente	Variável Dependente
Lucro/Prejuízo	Lucro/Prejuízo Líquido	Positiva
Estabilidade da Política de Dividendos	Dividendos Pagos no ano anterior	Positiva
Endividamento	Dívidas/Patrimônio Líquido	Negativa
Crescimento/Investimento	Valor de Mercado / Valor Patrim. da Ação	Negativa
Tamanho da Empresa	Receita líquida	Positiva

Fonte: Elaboração própria, 2012.

Desde Lintner (1956) foi identificada influência dos lucros e prejuízos no pagamento de dividendos, considerando que empresas com maior lucratividade seriam mais propensas a pagar dividendos. A relação esperada é positiva para lucro e negativa para prejuízos.

Holder et al (1998) sugerem que as grandes empresas tem melhor acesso ao mercado de capitais e suas vantagens, não precisando reservar tantos recursos próprios para investimentos. Considera-se assim que empresas com maior faturamento tendem pagam maiores dividendos, utilizou-se como *proxy* para o tamanho da empresa a sua Receita Líquida esperando-se portanto uma relação positiva entre Tamanho e Pagamento de Dividendos.

A estabilidade da política de dividendos, representada pelos dividendos defasados foi primeiramente comprovada por Lintner (1956) que identificou que as empresas geralmente pagavam dividendos semelhantes aos pagos anteriormente, aumentando ou diminuindo apenas com o aumento permanente dos lucros ou prejuízos. Dessa forma o dividendo pago no ano anterior é considerado como referência para o dividendo do ano corrente.

Com base na literatura espera-se uma relação negativa entre o crescimento e investimento da empresa e o pagamento de dividendos. De acordo com Brav et al. (2003) empresas com grandes oportunidades de crescimento irão preferir reter seus montantes para investir nas oportunidades de crescimento ao invés de distribuir aos seus acionistas, assim

quanto maior o investimento realizado pela empresa menor será a parcela dos lucros destinada a distribuição.

O endividamento ou grau de alavancagem também tem sido considerado importante na explicação de como se dá o pagamento de dividendos. Argumenta-se que o dinheiro destinado ao pagamento da dívida reduz os recursos disponíveis para o pagamento de dividendos. A dívida também pode ser usada para reduzir problemas potenciais gerados pelo fluxo de caixa livre (HEINEBERG e PROCIANOY, 2003). Espera-se desta forma que a relação encontrada seja negativa, foi utilizada como *proxy* a dívida sobre o patrimônio líquido.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados foi dividida em duas etapas. A primeira verificou o comportamento das organizações que fazem parte dos níveis diferenciados. Posteriormente foi realizada a análise das empresas negociadas no mercado tradicional.

A BOVESPA possui o mercado de ações tradicional e de níveis diferenciados, sendo os últimos subdivididos em: nível um; nível dois; novo mercado; Bovespa Mais. As empresas que estão inseridas nos níveis diferenciados possuem práticas mais rigorosas de governança corporativa.

4.1 Níveis diferenciados de Governança Corporativa

Os níveis diferenciados de governança corporativa foram criados pela BOVESPA há mais de 10 anos. A proposta da bolsa foi desenvolver um ambiente em que organizações com práticas mais rigorosas de governança corporativa, que proporcionem maior transparência nos resultados e decisões empresariais, possam negociar suas ações e atrair um maior número de investidores.

O rigor nos documentos disponibilizados para BOVESPA vai se intensificado de acordo com nível, ou seja, o nível um possui uma quantidade menor de detalhes no relatório do que o nível dois. O mercado BOVESPA MAIS foi desenvolvido em 2004, com o intuito de atrair empresas com potencial para investimentos. O foco deste mercado são pequenas e médias organizações.

O ambiente Novo Mercado é o padrão mais elevado de governança corporativa. Nele as organizações estão propensas a regras quanto ao tipo de ação comercializada, ao percentual de *tang along* em caso de venda ou troca empresarial, número de acionistas, entre outras.

A relação entre os mercados pode ser melhor visualizada de acordo com o Quadro 02 a seguir:

Quadro 02: Relação entre os mercados

	Novo mercado	Nível 1	Nível 2	Bovespa Mais	Tradicional
Ações	Ações Ordinárias	Ações Ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais)	Ações Ordinárias e preferenciais (conforme legislação)	Ações Ordinárias e preferenciais	Ações Ordinárias e preferenciais (conforme legislação)
Percentual Mínimo de ações em circulação	25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7 ano de listagem	Não há regras
Composição do conselho administrativo	Mínimo de 5 membros, dos quais 20 devem ser independentes com manto de até 2 anos		Mínimo 3 membros (conforme legislação)		
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês		Facultativo		
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON E PN	80% para ações ON – conforme legislação	100% para ações ON	80% para ações ON – conforme legislação

Fonte: Adaptado BM&FBOVESPA, 2012.

Os resultados da regressão analisada apresentam um coeficiente (R^2) ajustado de 0,842. Isto significa que 84,2% da variação dos dividendos é explicada pelas variáveis independentes formadoras da equação de regressão. O resultado do teste de Durbin-Watson foi de 0,868.

Por meio do método *stepwise* analisando níveis de significância inferiores a 0,05, são incluídas na análise as seguintes variáveis: lucro/prejuízo líquido e dividendo pago no ano anterior. Observando o coeficiente do Beta padronizado a variável lucro/prejuízo líquido tem o poder explicativo de -0,417 e dividendos pagos no ano anterior 0,571. Conforme representado na tabela a seguir:

Tabela 01: Coefficients*

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B	
					B	Beta
1 (Constant)	3344,188		,265	,791	-21420,776	28109,151
dividendos	1,153	,918	64,773	,000	1,118	1,188
2 (Constant)	-15980,068		-1,550	,121	-36213,285	4253,150
dividendos	,717	,571	27,479	,000	,666	,769
lucro	-,128	-,417	-20,047	,000	-,140	-,115

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Sendo assim, a equação da regressão múltipla que representa o impacto das variáveis: dividendos pagos no ano anterior, lucro líquido, dívidas/patrimônio líquido, valor de mercado/valor de patrimônio da ação, e receita líquida. Pode ser modelada da seguinte forma: Dividendos pagos no ano corrente = $0,5718 \cdot \text{dividendos pagos no ano anterior} - 0,417 \cdot \text{lucro ou prejuízo líquido} + \epsilon$. Observamos também que a constante possui um p-valor superior a 0,05, sendo assim, excluída da equação.

Um ponto que merece destaque é a relação negativa encontrada entre lucro/prejuízo líquido e a política de dividendos. Segundo DeAngelo e Skinner (1992) prejuízo é uma

condição indispensável para minimizações ou omissões no pagamento de dividendos. A relação esperada é positiva para lucros e negativa para prejuízos. O que explicaria a relação negativa encontrada, pois a *proxy* utilizada verifica o resultado das variáveis lucro ou prejuízo.

4.2 Resultados para as Empresas que não pertencem aos níveis de governança

Para a regressão linear múltipla utilizando valores das empresas pertencentes ao mercado tradicional os resultados apresentaram um coeficiente de determinação (R^2) ajustado igual a 0,797. Isso significa que 79,7% da variação nos dividendos pagos estão sendo explicados pelas variáveis independentes.

Ao observar os betas padronizados da equação pode-se atribuir a contribuição de cada variável independente para explicação da variável dependente a um nível de 5% de significância. Os dividendos pagos no ano anterior (0,349) que possui relação positiva e a receita líquida (-0,571) que apresentou relação negativa com a política de dividendos. Assim, pode-se considerar que para as empresas que não aderiram a nenhum nível de governança, a política de dividendos é determinada principalmente pela estabilidade da política de dividendos e pelo tamanho da empresa. Os resultados para o modelo de regressão usando dados das empresas do mercado tradicional podem ser visualizados nas Tabelas 02 e 03 a seguir:

Tabela 02 : Resumo do modelo de regressão

	R	R ²	R ² ajustado	Durbin- Watson
Modelo	0,893	0,798	0,797	0,916

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Tabela 03: Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-128132,377	23829,123		-5,377	,000
	Lucro	-,326	,007	-,879	-49,658	,000
2	(Constant)	-98079,618	23590,248		-4,158	,000
	Lucro	-,231	,016	-,621	-14,618	,000
	DivPag	,296	,045	,282	6,640	,000
3	(Constant)	-79270,369	23102,127		-3,431	,001
	Lucro	-,014	,036	-,037	-,380	,704
	DivPag	,356	,044	,340	8,053	,000
	Receita	-,031	,005	-,543	-6,605	,000
4	(Constant)	-77940,439	22822,199		-3,415	,001
	DivPag	,366	,036	,349	10,039	,000
	Receita	-,032	,002	-,571	-16,433	,000

a. Dependent Variable: Dividendos

Fonte: Dados da pesquisa, 2013

A equação para a política de dividendos das empresas que não aderiram a nenhum dos níveis diferenciados de governança pode ser escrita da seguinte forma:

$$\text{Dividendos} = -77.940,439 + 0,366 * \text{Dividendos pagos no ano anterior} - 0,032 * \text{Receita Líquida} + \varepsilon$$

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo identificar se as variáveis que determinam a política de dividendos organizacional são diferentes para empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa e do mercado tradicional da Bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA). Com base nos resultados obtidos, foi verificado que as principais variáveis influenciadoras são: dividendos pagos no ano anterior, receita líquida e lucro/prejuízo líquido.

No mercado tradicional de ações foram encontradas fortes relações entre a variável dependente, política de dividendos, e duas das variáveis explicativas, dividendos pagos no ano anterior e receita líquida. O modelo de regressão múltipla para este grupo da amostra apresentou um R ajustado de 0,797, ou seja, 79,7% da variação na política de dividendos é explicada pela receita líquida e os dividendos pagos no ano anterior. Representando, respectivamente, os aspectos teóricos, tamanho da empresa e estabilidade da política de dividendos.

No mercado de níveis diferenciados as variáveis lucro/prejuízo e dividendos pagos no ano anterior, apresentaram um p-valor menor que 0,05, sendo assim, as inclusas na equação de regressão deste grupo. O R ajustado foi 0,842, ou seja, 84,2% da variação na política de dividendos é explicada pelo lucro/prejuízo líquido e dividendos pagos no ano anterior.

Estes resultados apontam para possíveis diferenças entre as variáveis que mais influenciam a política de dividendos de acordo com a participação ou não nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Apenas os dividendos pagos no ano anterior fazem parte de ambas as equações. Os outros aspectos teóricos analisados não apresentaram relações estatisticamente relevantes, a um nível de 95% de confiabilidade, com o pagamento de dividendos de nenhum dos grupos de empresas estudadas.

A presente pesquisa restringiu-se às empresas constituídas sob a forma de sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas na BM&FBOVESPA, no período de 1º de janeiro de 2007 a 31 de dezembro de 2011. Assim, as conclusões obtidas ficam restritas à amostra utilizada. Sugerimos que, em estudos futuros, outras variáveis que podem contribuir significativamente com a política de dividendos sejam analisadas. Também pode ser interessante realizar uma única regressão que contenha além dos aspectos teóricos tratados neste estudo, uma variável para governança corporativa que pode ser construída através de um índice de governança ou uma *dummy* que diferencie as empresas que possuem ou não níveis diferenciados.

REFERÊNCIAS

ADJAOUD, F.; WALID, Ben-Amar. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, 37(5) & (6), 648–667, June/July 2010.

BERLE, A. A.; MEANS, G.C. The modern corporation and private property. New York: **MacMillan Publishing Company**. Ney York, 1932.

BLACK, F.. The Dividend Puzzle, **Journal of Portfolio Management**, inverno de 1976, 5-8.

BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 15 de fevereiro de 2012.

BRAV, Alon, GRAHAN, John, Harvey, C., MICHAELY, Roni. Payout Policy in the 21st Century. **Working Paper**, 2003,.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; FILHO, J. M. D. **Análise multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2007.

IBCG. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2012.

EASTERBROOK F. H. "Two agency-cost explanations of dividends". **American Economic Review** 74: 650-659.1984.

FURRER, O. **Corporate level strategy: theory and applications**. Routledge: New York, 2011.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. **Análise multivariada de dados**. 6 ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com ações negociadas na Bovespa. **Anais Enanpad**, 2003.

HITT, M.; IRELAND, R.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica**. 2ed. São Paulo: Thomson Learning, 2008.

HOLDER, M.; LANGREHR F. W.; HEXTER, J. L. (1998), Dividend Policy Determinants: Na Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. **Financial Management**, Vol. 27, n. 3, p. 73–82.

JENSEN, M.. Agency Costs of Free Cash Flow. Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, Vol. 76, p. 323–29, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305 – 360, out, 1976.

KOWALESKI, O.; STETSYUK, I.; TALAVERA, O. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. **Wharton Financial Institutions Centre Working Paper**, n. 07-09. 2007.

LA PORTA, R., F.; LOPEZ-DE-SILANES, A. S.; VISHNY, R. W. Agency Problems and Dividend Policies around the World', **Journal of Finance**, Vol. 55, pp. 1–33, 2000.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003. Disponível em

<<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469&Secao=FINANÇAS&Volume=2&Numero=2&Ano=2003>>. Acesso em 10 de fevereiro de 2012

LINTNER, John. Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, **American Economic Review**, Vol. 46, 97-113, 1956.

MITTON, T. (2004), Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. **Emerging Markets Review**, Vol. 5, p. 409–26. 2005.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares', **Journal of Business**, Vol. XXXIV, pp. 411–33, 1961.

MOTA, Daniel Camarotto. Dividendos, juros sobre capital próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. São Paulo, **EAESP/FGV**, 2007. 71 p. Dissertação de Mestrado.

MÜLBERT, P. O. Corporate Governance of Banks. **European Business Organization Law Review**, v. 10 p. 411-436, 2009.

POUND, J. The promise of the governed corporation. In: **Harvard Business Review on Corporate Governance**. Boston: Harvard Business School Press, 2000.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis. In: ENANPAD, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2006.

RIBAS, J. R.; VIEIRA, P. R.C. **Análise Multivariada com uso do SPSS**. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2011.

ROSS, WESTERFIELD. **Administração Financeira – Corporate Finance**. Atlas, 2010

SCHIEHL, E.; SANTOS, I. O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publiclytraded companies. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 39, p. 373 – 384, out/nov/dez, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Jun. 1997, p. 737–783.