

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

FELIPE CAMARDELLI

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DETERMINAÇÃO DO
PAGAMENTO DE PROVENTOS PELAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

SÃO LEOPOLDO

2016

Felipe Camardelli

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DETERMINAÇÃO DO
PAGAMENTO DE PROVENTOS PELAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio do Sinos – UNISINOS como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

São Leopoldo

2016

C172i Camardelli, Felipe.
A influência da governança corporativa na determinação do pagamento de proventos pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA/ Felipe Camardelli. – 2017.
87 f. : il ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Porto Alegre, 2017.
“Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy.”

1. Dividendos. 2. Governança corporativa. 3. Política de dividendos. I. Título.

CDU 658.15

Felipe Camardelli

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DETERMINAÇÃO DO
PAGAMENTO DE PROVENTOS PELAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio do Sinos – UNISINOS como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em 29 de abril de 2016.

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a Luciana de Andrade Costa – UNISINOS

Prof. Dr. João Zani – UNISINOS

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – UNISINOS

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy – UNISINOS - Orientador

*Aos meus filhos,
Sofia e Lucas.*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador, Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy, por sua dedicação e ajuda, mas principalmente pelos valiosos conselhos que me deu ao longo desses últimos dois anos.

Aos meus amigos, Tatiani, Gabriel e Daniel, pela inestimável ajuda.

Aos meus pais, Gisele e Olavo, que são os melhores avós que meus filhos poderiam ter.

À minha amada esposa, Karine, por tudo que ela faz por mim e em especial pela compreensão que teve comigo ao longo desses últimos anos.

Aos meus filhos, Sofia e Lucas, que são a razão do meu esforço.

E por fim, aos meus queridos sócios, Luiz Fernando, Milton, Rogério, Alexandre e Davi, pela compreensão que tiveram com minhas ausências e pelo apoio financeiro que prestaram.

RESUMO

Sob a perspectiva da Teoria da Agência, esta pesquisa investiga a influência da governança corporativa na determinação da política de dividendos das companhias listadas na BM&FBovespa. Essa influência é investigada em conexão com a *vontade das companhias em pagar* acima mínimo legal e contratual estabelecido. Para atingir este objetivo, um modelo de regressão de dados em painel com efeitos aleatórios foi aplicado sobre uma amostra de 759 observações no período de 2010 a 2013. Os resultados encontrados sugerem que: i) o segmento de governança em que estão listadas não afeta a decisão das companhias de pagar dividendos acima do mínimo obrigatório; (ii) empresas com Ações Preferenciais na composição de seu capital social tendem a distribuir menos dividendos; (iii) o grau de independência do Conselho de Administração não exerce influência sobre a vontade de pagar das empresas; (iv) o fato de o principal executivo ser também o presidente do Conselho de Administração das empresas não exerce influência na vontade de pagar das empresas; (v) empresas com mais oportunidades de investimento tendem a distribuir menos dividendos; e (vi) as empresas tendem a manter sua política de dividendos estável. Esta pesquisa contribui com a literatura de dividendos na medida em que traz evidências sobre o papel de mecanismos específicos de governança corporativa na política de dividendos das companhias. Sugere-se que a discussão do tema seja ampliada de forma a testar outros mecanismos de governança corporativa que possam influenciar na decisão de pagar dividendos.

Palavras-chave: Dividendos. Governança Corporativa. Política de Dividendos.

ABSTRACT

Under an Agency Theory framework, using empirical evidence, this research seeks to understand the influence of corporate governance in determining the dividend policy of companies listed on the BM&FBovespa. The influence is investigated in connection with companies' will to pay dividends at levels above the minimum level of payment required by Brazilian corporate law. In order to achieve this goal, a panel data regression analysis with a random effects estimation model was fitted on a sample of 759 data points from years 2010 to 2013. Our findings suggest that: i) the governance segment in which companies are listed does not affect the decision to pay dividends above the minimum level; ii) companies with Preferred Shares tend to pay a lower amount of dividends; iii) the Board of Directors' degree of independence does not influence the payment of dividends above the mandatory minimum; iv) the fact that the CEO is also the Chairman of the Board of Directors of the company has no influence on the decision to pay above the mandatory minimum ; v) companies with more investment opportunities tend to pay less dividends; and (vi) companies tend to adopt a constant dividend payout ratio. This research contributes to the payout policy literature as it provides evidence of the role of specific corporate governance mechanisms in the dividend payout policy of companies. Further research is recommended regarding additional corporate governance mechanisms that could influence the decision to pay dividends.

Key words: Payout. Corporate Governance. Payout Policy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Séries antes da Winsorização	55
Figura 2 – Séries após a Winsorização.....	56
Figura 3 - Distribuição de EXTRA na amostra total.....	58
Figura 4 - Distribuição de EXTRA na parcela da amostra somente com pagamentos acima do mínimo obrigatório.....	59
Figura 5 – Nível de governança.....	61

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Características das Reservas de Lucro no Brasil.....	31
Quadro 2 - Diferenças entre JCP e Dividendos.....	33
Quadro 3 - Princípios e práticas de GC	41
Quadro 4 - Práticas de GC da BM&FBovespa.....	45
Quadro 5 - Segmentos de listagem e regras de adesão da BM&FBovespa ...	47
Quadro 6 - Evidências empíricas acerca da PD no Brasil	52
Quadro 7 - Resumo das variáveis.....	67
Quadro 8 - Teste FIV.....	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de observações por ano e nível de governança.....	56
Tabela 2- Número de observações por CEO x CHAIR e ano	57
Tabela 3 - Número de observações por existência de Ações PN	57
Tabela 4 – Número de observações por faixa de Independência do CA	58
Tabela 5 - Matriz Correlação das variáveis	69
Tabela 6 - Estatísticas das variáveis da amostra total.....	70
Tabela 7 - Estatísticas das variáveis da parcela da Amostra com pagamentos somente acima do mínimo obrigatório	70
Tabela 8 - Resultado da Regressão de Dados em Painel	74

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

§	–	Parágrafo
AC.PREF	–	Ações Preferenciais
ACMIN	–	Pagamento Acima do Mínimo Obrigatório
ADR	–	American Depositary Receipts
AGO	–	Assembleia Geral Ordinária
Art.	–	Artigo
CA	–	Conselho de Administração
CFO	–	Chief Financial Officer
CMN	–	Conselho Monetário Nacional
CONC	–	Concentração
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
E	–	Endividamento
EA	–	Efeitos aleatórios
EF	–	Efeitos fixos
EPD	–	Estabilidade da Política de Dividendos
FIV	–	Fator de inflação da variância
GC	–	Governança Corporativa
IBGC	–	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
INDEP.CA	–	Independência do Conselho de Administração
ITRs	–	Informações trimestrais
JCP	–	Juros sobre o Capital Próprio
LSA	–	Lei das Sociedades por Ações
M&M	–	Miller e Modigliani
n°	–	Número
NM	–	Novo Mercado
NYSE	–	Bolsa de Valores de Nova Iorque
OECD	–	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ON	–	Ação ordinária
PD	–	Política de Dividendos
PN	–	Ações preferenciais nominativas
R\$	–	Real
ROE	–	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

- T - Tamanho
- TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	14
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	16
1.3 OBJETIVOS	16
1.3.1 Objetivo Geral	16
1.3.2 Objetivos Específicos	16
1.4 JUSTIFICATIVA	16
1.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	18
2 REVISÃO DA LITERATURA	20
2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS	20
2.1.1 Teoria	20
2.1.2 Análise Empírica	23
2.2 DIVIDENDOS NO BRASIL	27
2.2.1 Aspectos Legais	27
2.2.2 Análise Empírica	36
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	38
2.3.1 A Teoria da Agência e o Desenvolvimento da Governança Corporativa ..	38
2.3.2 Princípios e Práticas de Governança Corporativa	41
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	43
2.4.1 Diretrizes de Governança Corporativa no Brasil	43
2.4.2 Análise Empírica	48
2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA X DIVIDENDOS	50
2.6 RESUMO DAS EVIDÊNCIAS.....	52
3 COLETA DE DADOS E AMOSTRA	53
4 METODOLOGIA	58
4.1 VARIÁVEIS DO MODELO.....	59
4.1.1 Variável Dependente	60
4.1.2 Variáveis Independentes	61
4.1.4 Resumo das Variáveis	67
4.1.5 Matriz de Correlação das Variáveis	68
4.2.1 Estatística Descritiva das Variáveis	70
4.4 REGRESSÃO DE DADOS EM PAINEL	71

4.4.1 Teste de Multicolinearidade do Modelo.....	72
4.4.2 Resultados da Regressão.....	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
6 REFERÊNCIAS.....	80

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A Política de Dividendos (PD) de uma empresa é o nome dado ao conjunto de diretrizes adotadas por uma companhia as quais norteiam a forma com que realiza a distribuição de seus lucros aos seus acionistas, ou seja, o valor que será pago em dinheiro, ou via recompra de ações, bem como o valor que será retido para investimentos na empresa. Em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento, a PD é uma das mais importantes decisões das finanças corporativas. A relação entre elas se estabelece na medida em que o valor pago aos acionistas reduzirá, ou alternativamente não, os recursos disponíveis para futuros investimentos, além de incidir na decisão de como esses últimos serão financiados.

Nas finanças corporativas, diversas teorias foram desenvolvidas e testadas em estudos empíricos sobre a política de distribuição das empresas e seus reflexos. Em relação aos fatores determinantes da PD das companhias, o clássico estudo de Black (1976) apresentou as dúvidas existentes sobre como as companhias distribuem a riqueza gerada a seus acionistas. Tais dúvidas, segundo ele, referem-se especialmente ao efeito dos tributos sobre os pagamentos em dinheiro (com tributação maior que sobre o de ganho de capital), custos de transação relacionados à venda de ações, sinalização das intenções das companhias e efeito clientela.

Recentemente, em estudo realizado com base nos últimos vinte anos, Michaely *et al* (2014) investigou que as razões pelas quais as empresas pagam dividendos e verificou que não se limitam apenas às questões financeiras da empresa propriamente ditas, mas também englobam outros aspectos relacionados à economia, gestão e mercado, tais como a imperfeição de mercado, problemas de governança, contratos incompletos e outras restrições. Em sua pesquisa, encontrou evidências que apontam que as razões pelas quais as companhias pagam dividendos são mais consistentes em favor das considerações sobre problemas de agência.

No caso brasileiro, a abordagem da questão é em parte diferente da grande maioria dos mercados mais desenvolvidos. Como forma de proteção ao acionista, no Brasil a legislação societária estabelece uma série de normas que regulam a destinação a ser dada pelas sociedades anônimas ao lucro líquido contábil apurado ao final de cada exercício social. A Lei nº 6.404 (1976), em seu artigo 202, parágrafo

6º, dispõe que os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 deverão ser distribuídos aos seus acionistas. Assim, todas as companhias têm o dever de distribuir pelo menos uma parcela de seus lucros aos seus acionistas.

Contudo, a PD das empresas brasileiras não pode ser explicada unicamente com base nessa particularidade do mercado brasileiro, já que grande parte da destinação de seus lucros permanece sendo uma decisão exclusiva da companhia. Contrariando suas expectativas iniciais, Vancin e Procianoy (2014) identificaram que a despeito da referida obrigatoriedade, no mercado de capitais brasileiros diversas companhias optam por distribuir valores acima do mínimo obrigatório. Dentre as razões para a ocorrência desse fenômeno, os autores identificaram que, na mesma linha da pesquisa de Michaely *et al* (2014), a presença de fatores não-financeiros também parece exercer influência, uma vez que grande parte das companhias abertas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório possuem um nível de Governança Corporativa (GC) mais elevado.

As descobertas de Vancin e Procianoy (2014) acentuam o que disseram Decourt e Procianoy (2012) quando investigaram o processo decisório das empresas brasileiras na determinação do pagamento de dividendos aos acionistas no Brasil e constataram que a decisão final do valor a ser distribuído é do Conselho de Administração (CA) da companhia. Segundo os autores, além dos fatores de natureza financeira, tais como geração de caixa, nível de endividamento e lucro do exercício, há fortes indícios de que o tipo de incentivo utilizado na remuneração dos executivos da empresa afeta a política de dividendos, sugerindo a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas.

Assim, na medida em que funciona como um dos principais mecanismos redutores de conflitos de agência utilizados pelas empresas, a adoção de melhores práticas de GC parece ter relação direta com o pagamento de dividendos também no mercado brasileiro, exercendo um importante papel na decisão de pagar por parte das companhias abertas. Com um enfoque diferente da maioria das pesquisas acerca da influência da GC na PD das empresas, as quais se baseiam no valor total de dividendos distribuídos aos acionistas, a presente pesquisa estudou a relação entre algumas práticas de GC das empresas e o que Vancin e Procianoy (2014) chamaram de *real vontade de pagar* das empresas, que agrega ao tema a questão legal (dividendo mínimo obrigatório) e contratual (estatuto social das empresas).

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Qual a influência da Governança Corporativa na *real vontade de pagar* das empresas listadas na BM&FBovespa?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo da presente pesquisa é verificar como a vontade de pagar das empresas listadas na BM&FBovespa é influenciada pelos mecanismos de Governança Corporativa que adotam, sob o enfoque da real decisão de pagar (acima do mínimo legal e contratual obrigatório) por parte dos controladores das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

1.3.2 Objetivos Específicos

Em linha com o tema objeto do estudo desenvolvido, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Verificar se o enquadramento em segmentos de Governança Corporativa diferenciada na BM&FBovespa tem impacto na decisão das empresas listadas de pagar dividendos acima do mínimo obrigatório;
- b) Medir o impacto do número de conselheiros de administração declarados independentes na vontade de pagar das empresas listadas na BM&FBovespa;
- c) Verificar se a Política de Dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa, especificamente em relação à sua vontade de pagar, é afetada quando o Presidente do CA e o Diretor-Presidente são a mesma pessoa;
- d) Verificar se a existência de ações preferenciais exerce influência na vontade de pagar de dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa.

1.4 JUSTIFICATIVA

Segundo Carvalho da Silva (2006), o conceito de GC não é novo, mas nos últimos anos, a medida que a preocupação com o investidor tem aumentado, vem se tornando uma relevante preocupação das empresas tanto em mercados desenvolvidos como em mercados emergentes. No Brasil, essa crescente preocupação das empresas com seu estágio de Governança é observada quando das 153 empresas que abriram capital no período de 2004 até 31 de dezembro de 2014, 115 o fizeram sendo listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa. Esse segmento de listagem requer das Empresas que dele fazem parte um maior nível de adoção de boas práticas de GC.

A GC se relaciona diretamente com a PD das empresas na medida que a adoção de boas práticas corporativas reduz os custos de agência. Em 1984, Frank Easterbrook publicou seu clássico artigo *Two Agency-Cost Explanations of Dividends* no qual expõe dois tipos de custo de agência inseridos na PD das empresas.

O primeiro custo de agência é o custo de monitoramento dos gestores, bastante caro ao acionista. O autor destaca que o acionista teria sua riqueza maximizada se existisse um terceiro interessado que monitorasse o gestor por ele, como por exemplo um detentor de dívida. O Segundo custo de agência apresentado por Easterbrook é o custo associado à aversão ao risco por parte dos gestores, que dependem de desempenho para manter sua riqueza e seus empregos. Os agentes preferem não arriscar, muitas vezes escolhendo projetos com menor rentabilidade. Easterbrook sugere as empresas tendem a distribuir dividendos de forma a mitigar esses custos de agência, já que um maior índice de dividendos forçaria o gestor a optar por projetos mais rentáveis, além de manter constantemente a empresa no mercado, atraindo investidores interessados que exerceriam também uma função de monitoramento.

Para La Porta *et al* (1998, 2000) uma das principais soluções para os problemas de agência é a própria lei. Em mercados desenvolvidos, com alto grau de proteção aos investidores conferido pela lei, as empresas com menor grau de GC distribuem mais dividendos aos seus acionistas. Já em mercados emergentes, com pouca proteção legal aos investidores, as evidências indicam que a distribuição de dividendos é significativamente maior (LA PORTA *et al*, 1998).

No Brasil, a literatura acerca do tema é recente, e os estudos concentram-se em utilizar como *proxy* para GC apenas o segmento de listagem das empresas na BM&Bovespa, conforme se verifica em Ribeiro *et al* (2013), Zagonel & Terra (2013), Bachman *et al* (2012), Marques *et al* (2015), Silva *et al* (2015). Nesse particular, é

importante destacar que os níveis de governança determinados pela BM&FBovespa são estabelecidos conforme critérios definidos pela própria BM&FBovespa, que não refletem todas as boas práticas de GC recomendadas por outras instituições de relevante atuação no mercado brasileiro nessa área, como por exemplo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nos trabalhos citados, a utilização dessa *proxy* de GC sugere que níveis mais acentuados de governança têm relação positiva com o pagamento de dividendos. Entretanto, por se tratar de uma *proxy* que representa a adoção voluntária a um conjunto de práticas de GC, e com critérios definidos pela BM&FBovespa, esses trabalhos acabam não tratando de forma individualizada as práticas específicas de GC que podem influenciar diretamente na PD das empresas, em especial no que diz respeito às práticas que visam proteger o acionista minoritário e às que visam reduzir o conflito de interesses entre os grupos de acionistas.

Observa-se que muitas das empresas listadas na BM&FBovespa antes do ano 2000, quando ocorreu a criação dos segmentos de listagem com GC diferenciada, permanecem listadas no segmento tradicional, apesar de preencherem alguns dos requisitos para que possam ser listadas em segmentos mais diferenciados.

Assim, a presente pesquisa representa um acréscimo à literatura, ao verificar isolada e conjuntamente se determinadas práticas de GC, extraídas diretamente da literatura que trata sobre GC com ênfase em teoria de agência, exercem influência na real vontade de pagar dos controladores das Empresas listadas na BM&Bovespa.

1.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Embora cada vez mais utilizada como mecanismo de remuneração aos acionistas, especialmente em mercados desenvolvidos, a presente pesquisa não trata das recompras de ações feitas pelas Empresas listadas na BM&FBovespa. A utilização dessa forma de remuneração, apesar de também representar *vontade de pagar* aos acionistas, possui outras motivações que explicam seu uso. Conforme Vermaelen (1984), as empresas usam recompra para enviar sinais ao mercado. Para Gabrielli e Saito (2004), as recompras de ações são amplamente utilizadas para ajustar a estrutura de capital das empresas. Segundo os autores, as Companhias também recomparam ações quando acreditam que seu valor está subavaliado no

mercado. Moreira e Procianoy (2000), afirmaram que as recompras de ações trazem uma desvantagem tributária em relação aos dividendos e aos JCP. Ainda, segundo Decourt e Procianoy (2012), a recompra de ações é tratada pela maioria dos CFO's (*Chief Financial Officer*) das empresas listadas na BM&FBovespa como uma decisão de investimento, e não de distribuição de dividendos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Neste capítulo apresenta-se a revisão da literatura relacionada às principais teorias sobre a PD, bem como os principais estudos empíricos realizados no mercado brasileiro de ações.

2.1.1 Teoria

O termo "Política de Dividendos" comumente refere-se à prática que as empresas seguem na tomada de decisões em relação à distribuição de seus lucros. Em outras palavras, a decisão sobre a quantidade e a forma de remunerar seus acionistas ao longo do tempo.

As razões que levam as empresas a determinar suas PD têm sido largamente estudadas, sem que haja até os dias de hoje consenso sobre elas. O que se sabe é que os motivos que levam as empresas a determinar o quanto e como vão ser remunerados seus acionistas são muitos. E variam de acordo com as características da empresa e do mercado no qual está inserida.

No centro da discussão acerca das teorias de PD estão duas linhas de raciocínio opostas: A primeira acredita que o fato das empresas pagarem ou não dividendos é irrelevante para que se determine o preço das ações e, portanto, seu valor de mercado e seu custo de capital. A segunda linha de pensamento sustenta que as empresas que pagam periodicamente dividendos eventualmente tendem a ter os preços de suas ações mais elevados e um custo de capital mais reduzido. A existência dessas linhas opostas de pensamento tem gerado grandes quantidades de pesquisas, tanto empíricas quanto teóricas.

2.1.1.1 Irrelevância dos Dividendos

Em 1961, Miller e Modigliani (M&M) preconizaram a teoria de que os dividendos são irrelevantes sob a ótica do acionista. Conforme os autores, seria indiferente para os investidores auferir retorno via dividendos ou ganhos de capital pela valorização do seu investimento, não modificando, dessa forma, o valor das empresas.

A teoria de M&M argumenta que o risco da empresa, e conseqüentemente o seu valor, são determinados em função de seu fluxo de caixa operacional, independentemente da forma pela qual os investidores são remunerados. Para os autores, o pagamento de dividendos faz com que o valor da empresa seja reduzido no exato montante que foi distribuído. A riqueza dos acionistas se mantém inalterada, pois ao passo que o valor de seu caixa é reduzido, um acréscimo em recursos financeiros à disposição é obtido. Outro argumento de M&M que suporta a ideia de que os dividendos são irrelevantes é o de que, para um investidor, todas as políticas de dividendos são efetivamente as mesmas, já que os investidores podem criar dividendos simplesmente ajustando suas carteiras de investimento de forma que corresponda às suas preferências.

No entanto, para que seja admitida a hipótese de que os dividendos são irrelevantes, é importante que sejam assumidos alguns pressupostos característicos de mercados perfeitos: (1) que não haja diferenças entre os impostos sobre dividendos e impostos sobre ganhos de capital; (2) que não haja custos de transação incorridos quando os títulos são negociados; (3) que todos os participantes do mercado tenham acesso livre e igual à mesma informação (informação simétrica e sem custos); (4) que não haja conflitos de interesses entre gestores e detentores de títulos (ou seja, que não haja problema agência); e (5) que todos os participantes no mercado sejam *price-takers*¹.

2.1.1.2 Relevância dos Dividendos

Uma ideia alternativa sobre o efeito da PD no valor de uma empresa é a de que os dividendos influenciam seu valor. Diferentemente de Miller e Modigliani (1961), Lintner (1962) e Gordon (1963) desenvolveram, independentemente, a teoria conhecida como *bird in the hand*, que trata da preferência dos acionistas em receber dividendos hoje, em comparação a retenção de lucros para uma futura distribuição. Segundo suas pesquisas, um alto nível de incerteza sobre futuros pagamentos de dividendos implicaria, por parte dos investidores, em uma exigência de uma taxa de retorno mais alta sobre seu investimento, fazendo com que o custo de capital próprio da empresa aumente.

¹ Investidor cujas transações de compra ou venda não têm efeito sobre o valor de mercado.

Com base nos trabalhos anteriores, Walter (1963) postulou um modelo que sustenta que a política de dividendos é relevante para determinar o valor de uma empresa, tendo em vista que as condições gerais para neutralidade simplesmente não existem no mundo real. O modelo sugere que quando os dividendos são pagos aos acionistas, eles são reinvestidos pelo acionista a fim de obterem retornos ainda mais elevados. O custo que as empresas têm com o pagamento desses dividendos é referido pelo autor como um custo de oportunidade da empresa (custo de capital), já que a empresa teria a opção de usar esse dinheiro para financiar suas atividades próprias ou efetuar novos investimentos caso não fossem distribuídos aos acionistas.

Dentro da linha de que os dividendos são relevantes, outras teorias surgiram na tentativa de explicar o comportamento das empresas no momento de decidir sobre a destinação de seus lucros.

Segundo Allen e Michaely (2003), a hipótese da preferência tributária sugere que baixos índices de distribuição de dividendos reduzem o custo de capital e aumentam o preço das ações. Por extensão, um valor baixo de distribuição de dividendos contribui para a maximização do valor da empresa. Este argumento baseia-se no pressuposto de que os dividendos são tributados a taxas maiores do que os ganhos de capital. Além disso, os dividendos são tributados imediatamente, enquanto os impostos sobre ganhos de capital são diferidos até que as ações sejam realmente vendidas. Essas vantagens fiscais de ganhos de capital sobre os dividendos tendem a predispor os investidores a preferirem investir em empresas que retêm a maior parte de seus ganhos em vez de pagá-los como dividendos.

Outra teoria que contrapõe a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de M&M é a teoria da sinalização, que parte da premissa que os investidores externos têm menos informação que os agentes e que os controladores das empresas. Essa teoria sugere que, devido a essa assimetria de informações, os dividendos podem ser sinalizadores de desempenho futuro das empresas. Um maior pagamento de dividendos poderia então significar boas perspectivas futuras, fazendo com que o valor da firma aumentasse no mercado. Por outro lado, cortes nos dividendos pode ser considerado um sinal de que a empresa tem fracas perspectivas futuras e o preço da ação pode então reagir desfavoravelmente (KOCH; SHENOY, 1999). De acordo com Allen e Michaely (2003), os principais trabalhos que abordaram esse assunto são os de Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985). A ideia básica

intuitiva em todos esses trabalhos é de que as empresas ajustam seu nível de dividendos a distribuir como forma de sinalizar suas perspectivas.

A Teoria da Agência é outra hipótese bastante estudada a fim de se conhecer o comportamento das empresas na tomada de decisões de distribuição de lucros. Um dos pressupostos do mercado de capitais perfeito de M&M é de que não há conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Na prática, porém, essa premissa é questionável, já que por vezes os acionistas não participam diretamente da gestão da empresa. Nesses casos, os gestores são agentes imperfeitos dos acionistas. Isso ocorre porque os interesses dos gestores não são necessariamente os mesmos interesses dos acionistas (JENSEN, 1986).

Easterbrook (1984) e Jensen (1986) sugerem que os pagamentos de dividendos são úteis na medida em que reduzem o fluxo de caixa à disposição dos gestores (*free cash flow*) forçando-os a constantemente buscar recursos no mercado de capitais. Quando dessa busca, os investidores e mesmo financiadores que eventualmente aportarão recursos na companhia atuarão de certa forma como monitoradores da administração, reduzindo o custo de monitoramento dos acionistas antigos. Para Easterbrook (1984), essa teoria poderia constituir uma explicação para a prática de pagar dividendos e levantar novos recursos no mercado de capitais.

Entretanto, o fluxo de caixa à disposição dos gestores não é o único potencial problema que pode levar a conflitos de interesse nas empresas. Os dividendos podem ser tema de outros possíveis conflitos, tais como os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários (LA PORTA *et al*, 2000) e entre os acionistas e os detentores de dívida (MYERS, 1977).

2.1.2 Análise Empírica

Em linha com a hipótese de que os dividendos são irrelevantes, Black e Scholes (1974) examinaram a relação entre o *Dividend Yield*² e retornos das ações, com o objetivo de identificar o efeito da política de dividendos sobre os preços das ações. Os resultados encontrados mostraram que o *Dividend Yield* não é significativamente diferente de zero tanto para todo o período analisado (1936-1966) como para qualquer um dos sub-períodos mais curtos. Black e Scholes, portanto, concluíram não poder

² Indicador financeiro medido pela razão entre os dividendos por ação e o preço por ação.

demonstrar que as diferenças de rendimento levam a diferenças nos preços das ações, de certa forma sustentando a hipótese de que dividendos são irrelevantes.

Outros estudos realizados por importantes pesquisadores, tais como Miller e Scholes (1978), Tess (1981), Miller (1986) e, mais recentemente, Bernstein (1996), forneceram resultados em consonância com a irrelevância dos dividendos.

Na tentativa de encontrar evidências que suportassem a hipótese de irrelevância dos dividendos Baker, Farrelly e Edelman (1985) questionaram 562 CFOs de empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). Os resultados mostraram que, de uma forma geral, os CFOs entendem que a PD afeta o valor da empresa. Da mesma forma, 90% dos respondentes da pesquisa de Baker e Powell (1999) com 603 CFOs de empresas listadas na NYSE responderam acreditar que a PD afeta o valor tanto da empresa como de seu custo de capital.

Dentre as principais teorias que suportam a ideia de que os dividendos são relevantes, a teoria do *bird in the hand* afirma que o pagamento de dividendos tem uma relação positiva com o valor da firma. Além dos próprios trabalhos de Gordon (1959, 1963) e de Lintner (1962), alguns trabalhos buscaram oferecer evidências sobre essa hipótese. Entretanto, segundo Bhattacharya (1979), as evidências empíricas que suportam esses outros trabalhos são geralmente bastante limitadas.

A hipótese da preferência tributária foi testada no trabalho de Black e Scholes (1974). Os autores não conseguiram encontrar evidências de que os tributos exercem qualquer impacto na PD das empresas testadas. Por outro lado, os resultados de Litzenberger and Ramaswamy (1979), e mais recentemente Kalay e Michaely (2000) encontraram evidências que suportam a hipótese do efeito tributário.

De uma forma geral, a recente pesquisa (*survey*) de Michaely *et al* (2014) demonstra que os estudos centrados no corte de impostos sobre dividendos, ocorrido em 2003 nos Estados Unidos, apontam que as diferenças na tributação dos dividendos e ganhos de capital têm apenas um impacto de segunda ordem sobre a Política de Dividendos. Segundo os autores, “não está claro se o efeito dos dividendos sobre o preço das ações pode ser interpretado como um efeito fiscal, especialmente tendo em vista a correlação potencial entre *dividend yield* e fatores de risco.”

A teoria dos dividendos como sinalizadores foi desenvolvida em torno da ideia de que *insiders* (gestores e tomadores de decisão) estão mais informados sobre a situação atual e sobre perspectivas futuras de desempenho da empresa do que os *outsiders* (mercado). Essa premissa sugere que o mercado percebe dividendos como

sinais da visão da administração sobre a riqueza da empresa e, portanto, os preços das ações reagem a esse sinal. Segundo Fama (1970), esse processo se dá de forma bastante eficiente, com o mercado se ajustando rapidamente às novas informações.

O trabalho de DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1996), estudou a hipótese de sinalização das decisões de dividendos de 145 empresas da NYSE cujo lucro líquido anual entrou em declínio depois de nove ou mais anos consecutivos de crescimento. Como resultado, os autores não encontraram evidências de que as decisões sobre pagamento de dividendos ajudassem a identificar empresas com ganhos superiores no futuro.

Para Michaely *et al* (2014), a hipótese do uso dos dividendos como sinalizadores tem encontrado pouco suporte, tanto empiricamente quanto em *surveys* de dados, o que provavelmente explica por que a ideia de dividendos como sinalizadores de riqueza das empresas tornou-se menos popular para o mercado. Para os autores, não existe um modelo formal para a teoria da sinalização que explore o fato de que dividendos sinalizam não somente as expectativas futuras de fluxos de caixa, mas também o risco dos fluxos de caixa. Tal modelo, segundo eles, poderia trazer novas diretrizes empíricas sobre como e por que motivo as empresas mudam sua política de dividendos.

O problema de agência como uma possível explicação para a PD das empresas tem sido bastante testado em trabalhos empíricos. Um dos primeiros trabalhos sobre o assunto é o de Rozeff (1982). Baseado no pressuposto de que em uma política ótima de dividendos os custos de transação e de agência devem ser minimizados, o autor encontrou resultados que sugerem que os benefícios dos dividendos como redutores do custo de agência são menores em empresas com alta concentração de propriedade, especialmente se a propriedade é dos *insiders*.

Jensen, Solberg e Zorn (1992) confirmaram posteriormente em seus testes que uma maior concentração de propriedade na mão dos *insiders* possui uma relação negativa com o pagamento de dividendos, portanto suportando a hipótese de que a PD é afetada pelos custos de agência.

Lang e Litzenberger (1989), com base na teoria postulada por Jensen (1986), testaram em seu trabalho a hipótese do fluxo de caixa livre e sobreinvestimento como explicador da PD. A hipótese da teoria é que um aumento nos dividendos irá reduzir o excesso de investimento e aumentar o valor de mercado da empresa. Da mesma forma, uma diminuição nos dividendos pagos denota que serão realizados projetos de

valor presente líquido negativo. Os testes utilizaram o Q de Tobin como *proxy* para sobreinvestimento e os resultados apontaram evidências consistentes com a teoria.

A partir do trabalho de La Porta *et al* (2000) os pesquisadores começaram a prestar mais atenção à interação entre a PD e a GC. O ponto comum das pesquisas que se desenvolveram a partir de então foi entender o comportamento das empresas sob duas possibilidades: (i) se os dividendos são utilizados como substitutos de mecanismos de governança ausentes nas empresas ou (2) se os dividendos são pagos em razão de os fortes mecanismos de governança presentes na empresa mitigarem os possíveis problemas de agência. Na literatura, há evidências que apontam para as duas hipóteses.

Ao investigar as relações entre o nível de proteção dos investidores e a GC das empresas, La Porta *et al* (2000) concluíram que em países com menor proteção aos investidores as empresas distribuem mais dividendos. O trabalho examinou mais de 4000 companhias de 33 países diferentes (mercados desenvolvidos e emergentes). Os resultados são, portanto, consistentes com a teoria da agência como explicação para o pagamento de dividendos. Suas descobertas sugerem que os dividendos podem ser usados para reduzir conflitos entre acionistas majoritários e minoritários e o conflito entre os gestores e os acionistas.

Grullon e Michaely (2002) descobriram que empresas em setores mais concentrados distribuem significativamente menos dividendos e são menos propensas a aumentar o volume de dividendos pagos se comparadas às empresas em setores menos concentrados. Esses resultados também sugerem uma ideia de complementaridade da PD.

Todavia, nem todos os estudos são consistentes com a teoria de que as empresas com forte GC distribuem mais dividendos em razão dos mecanismos de GC serem redutores do custo de agência. Existem divergências significativas sobre a forma como a GC afeta a PD das empresas.

Consistentes com as implicações de que os dividendos funcionam como substitutos, alguns trabalhos recentes encontraram evidências que suportam a ideia de que as empresas utilizam os pagamentos de dividendos para reduzir os custos de agência causados por má governança. A título de exemplo, Michaely *et al* (2014) cita os trabalhos de Officer (2011) e John e Knyazeva (2006). Em ambos os estudos, segundo o autor, foram encontradas evidências de que as empresas que são classificadas como empresas de "boa governança" distribuem menos dividendos.

2.2 DIVIDENDOS NO BRASIL

Os mercados de capitais existentes no mundo possuem mecanismos próprios de funcionamento. Usualmente, a forma de funcionamento de cada um está atrelada, principalmente, às legislações específicas e ao nível de desenvolvimento econômico e institucional (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Nessa linha, para que se possa compreender o comportamento das empresas brasileiras em relação às suas PD, é importante que algumas características do mercado brasileiro sejam demonstradas. Dentre as principais particularidades do mercado brasileiro de ações com potencial para exercer influência na PD das companhias, podem ser destacadas as seguintes:

- a) a existência de dividendo mínimo obrigatório (LSA, art. 202);
- b) os juros sobre capital próprio (Lei 9.249/95, art. 9º);
- c) a grande concentração da propriedade (CARVALHAL DA SILVA, 2004);
- d) dividendos tributariamente mais vantajosos que as recompras de ações (Decreto 3.000/1999);
- e) a existência abundante de ações preferenciais (SARLO NETO, 2005);
- f) o elevado custo de capital (LEAL; SAITO, 2003);
- g) a falta de acesso ao mercado de capitais e de crédito (LEAL; SAITO, 2003).

Dessa forma, nem sempre as evidências trazidas pela literatura internacional, as quais têm como base de pesquisa mercados com outras características, podem ser aplicadas de forma direta à realidade brasileira no que tange à PD.

A seguir, serão apresentados os aspectos legais da distribuição de dividendos no Brasil bem como uma revisão das evidências empíricas encontradas em trabalhos realizados no mercado brasileiro.

2.2.1 Aspectos Legais

2.2.1.1 Dividendo Mínimo Obrigatório

Diferentemente da maioria dos países onde há mercado de capitais ativo, a distribuição de dividendos no Brasil é obrigatória, tendo sido estabelecida pelo

ordenamento jurídico brasileiro por intermédio da Lei nº 6.404 de 1976 (LSA). As principais regras referentes à remuneração dos acionistas estão dispostas no Art. 202 da LSA, transcrito abaixo:

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.

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-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 ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.

De acordo com o referido artigo, o estatuto social é soberano, e é ele que determinará a parcela de lucros a ser classificada como dividendo obrigatório. Contudo, nos casos em que o estatuto social não prevê percentual mínimo de distribuição de dividendos, a companhia deverá pagar metade do lucro líquido do

exercício diminuído ou acrescido dos valores destinados à constituição das reservas previstas nos artigos 193 e 195 da LSA e eventual constituição da Reserva de Lucros a Realizar, prevista no artigo 197 da LSA.

A legislação ainda estabelece que o Lucro Líquido do Exercício será o resultado depois da dedução dos prejuízos acumulados e da provisão para o Imposto de Renda. Após isso deverão ser deduzidas também as participações estatutárias dos empregados, administradores e partes beneficiárias. O saldo dessas deduções servirá para a base de cálculo dos dividendos obrigatório. Em relação aos prejuízos acumulados, esses devem ser compensados antes de qualquer destinação do lucro. Abaixo apresenta-se o cálculo do Lucro Líquido Ajustado:

Lucro Líquido Ajustado:

Lucro Líquido do Exercício

- (-) Prejuízos Acumulados
- (-) Reserva Legal
- (-) Reserva de Contingências
- (+) Reversão de Reserva de Contingências
- (+/-) Ajustes de exercícios anteriores
- (+) Realização da Reserva de Reavaliação
- (=) Lucro Líquido Ajustado

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Reserva Legal é uma reserva constituída com a finalidade de compensação de prejuízos e aumento de capital. De acordo com o Art. 193 da LSA, a Reserva Legal corresponde a 5% do Lucro Líquido Exercício e não poderá ser superior a 20% do Capital Social da empresa individualmente ou 30% do Capital Social quando somado às reservas de Capital. Esta reserva será constituída obrigatoriamente pela companhia, até que seu valor atinja 20% (vinte por cento) do capital social realizado, quando então deixará de ser acrescida; ou então, poderá, a critério da companhia, deixar de receber créditos, quando o saldo desta reserva, somado ao montante das reservas de capital (exceto a reserva de correção monetária do capital realizado), atingir 30% (trinta por cento) do capital social.

A Reserva para Contingências tem como objetivo a salvaguarda de eventuais prejuízos futuros. Seu percentual, assim como seu limite máximo, é determinado pelo estatuto da empresa. Contudo, o limite máximo não pode restringir o pagamento do dividendo mínimo obrigatório.

A Reserva de Lucros a Realizar é constituída para que os dividendos não sejam distribuídos sem que haja a realização financeira dos lucros, e seu percentual depende do percentual do lucro que não foi realizado financeiramente. Não há limites máximos para a constituição dessa reserva.

O quadro a seguir, adaptado a partir do trabalho de Vancin & Procianny (2014), resume as principais características das reservas de lucros que reduzem o dividendo mínimo obrigatório a ser pago aos acionistas (Quadro 1):

Quadro 1 - Características das Reservas de Lucro no Brasil

NOME	FINALIDADE	PERCENTUAL	LIMITE	BASE LEGAL
Reserva legal	Compensação de Prejuízos e Aumento de Capital	5% do Lucro Líquido do Exercício	20% do Capital Individualmente ou 30% quando somado às Reservas de Capital	Art. 193 Lei 6.404/76
Reserva para Contingência	Dar cobertura a possíveis prejuízos futuros	Determinado pelo Estatuto da Empresa	Determinado pelo estatuto. Todavia, não poderá restringir o pagamento do dividendo mínimo obrigatório	Art. 195 Lei 6.404/76
Reserva de Lucros a Realizar	Não permitir que os dividendos sejam pagos sem que os lucros sejam financeiramente realizados	Dependerá do percentual do Lucro ainda não realizado financeiramente	Não há limite	Art. 197 Lei 6.404/76

Fonte: Adaptado pelo autor com base no trabalho de Vancin & Procianoy (2014).

Apesar da obrigatoriedade de pagamento de dividendos, existe uma situação na qual, ainda que tenha apurado lucro no exercício, a empresa tem a possibilidade de não distribuir dividendos. Conforme a LSA, quando a administração da empresa informa à Assembleia Geral Ordinária que a situação financeira da empresa é incompatível com o pagamento de dividendos, a empresa poderá de deixar de pagar o dividendo mínimo obrigatório. No entanto, o valor não distribuído aos acionistas, no limite do mínimo obrigatório conforme o estatuto da empresa, deverá ser registrado como reserva especial e pago assim que a situação financeira seja favorável. Na prática, esse artifício funciona como uma postergação no pagamento obrigatório.

Por força do parágrafo 2º do artigo 202 da LSA, todas as empresas com estatuto omissivo que desejam alterar seu estatuto, não podem fixar o dividendo mínimo obrigatório em parcela inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Conforme coleta de dados realizada na presente pesquisa, esse é o percentual mínimo previsto para

pagamento de dividendos obrigatórios em 67,4%³ das 496 empresas listadas na BM&FBovespa em 31 de dezembro de 2014.

2.2.1.2 Os Juros sobre o Capital Próprio

Além dos dividendos, a companhia pode remunerar seus acionistas pagando-lhes Juros sobre o Capital Próprio (JCP), figura esta introduzida na legislação brasileira pelo art. 9º da Lei nº 9.249 de 1995.

Os JCP são calculados mediante a aplicação de uma taxa de juros (a TJLP⁴ – Taxa de Juros de Longo Prazo) sobre o patrimônio líquido da companhia, estando o seu pagamento sujeito à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de 15% (para pessoas físicas). Do ponto de vista da empresa pagadora de JCP, salvo exceções, pode o seu valor ser deduzido na determinação da base de cálculo do imposto de renda incidente sobre os lucros da companhia. Segundo Fabretti (2000), essa dedução dos JCP tem como objetivo compensar a extinção da *Correção Monetária de Balanços*, que visava eliminar o efeito das perdas inflacionárias no Patrimônio Líquido e diminuir do lucro a parte referente à inflação do período, sendo proibida a partir da Lei nº 9.249/95.

O quadro a seguir resume as principais diferenças entre os JCP e os Dividendos (Quadro 2):

³ Ver Tabela XX – Estatística Descritiva da Amostra

⁴ A Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP foi instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31.10.94, publicada no Diário Oficial da União em 03.11.94, sendo definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES.

Quadro 2 - Diferenças entre JCP e Dividendos

	JCP	DIVIDENDOS
DISTRIBUIÇÃO	Facultativa vinculada à previsão em estatuto social e à existência de fluxo de caixa.	Obrigatória vinculada à existência de Lucros.
BASE DE CÁLCULO	Patrimônio Líquido.	Lucro Líquido do Exercício.
PERCENTUAL REMUNERAÇÃO	Limitado à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).	Definido em Estatuto.
TRIBUTAÇÃO	Acionista pessoa Física Tributado a 15% na Fonte.	Não há.
SITUAÇÃO FISCAL EMPRESA	Os JCP distribuídos são considerados despesas financeira e podem ser deduzidos da base de cálculo do IRPJ e CSLL.	Os dividendos distribuídos não podem deduzir a base de cálculo do IRPJ e CSLL devidos.

Fonte: Adaptado pelo autor com base no trabalho de Vancin (2014)

Destaca-se que a legislação⁵ permite que a remuneração do JCP seja imputada ao valor do dividendo obrigatório devido aos acionistas nos termos do art. 202 da Lei nº 6.404 (1976). A Comissão de Valores Mobiliários, por intermédio da Deliberação CVM nº 207 (1996), dispõe que os JCP pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, previsto no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte.

A mesma deliberação da CVM determina que deverão ser informados em nota explicativa às demonstrações financeiras e às informações trimestrais (ITRs) os critérios utilizados para determinação desses juros, as políticas adotadas para sua distribuição, o montante do imposto de renda incidente e, quando aplicável, os seus efeitos sobre os dividendos obrigatórios.

A forma de remuneração por meio de JCP têm crescido de forma significativa no Brasil. O estudo de Decourt e Procianoy (2012) revelou que a imensa maioria das empresas optam por essa forma de remuneração a seus acionistas. Essa preferência é justificada do ponto de vista tributário, pois o pagamento de JCP se mostra vantajoso em relação ao pagamento de dividendos.

⁵ Lei nº 9.249 de 1995, art. 9º, § 7º.

Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) examinaram o impacto da carga tributária na distribuição de proventos em dinheiro usando uma amostra de empresas brasileiras. O trabalho pesquisa o comportamento da PD das empresas listadas na BM&FBovespa de acordo com a forma de distribuição (se dividendos ou JCP) utilizada para pagar proventos aos acionistas. Os resultados mostraram que aumentos nos índices de rentabilidade e no montante a ser distribuído faz com que se utilize mais JCP do que dividendos para remunerar o acionista. Os autores também encontraram evidências de que o estágio de governança que se encontram as empresas brasileiras desempenham um papel relevante nas suas decisões de pagamentos, presumivelmente porque incentivos fiscais têm mais valor para as empresas que se comprometem a manter padrões mais elevados de proteção dos investidores e transparência. No entanto, apesar das notórias vantagens da distribuição por meio de JCP, muitas empresas permanecem pagando dividendos em dinheiro. Os autores sugerem que a razão para esse comportamento pode estar ligada à reação do mercado aos anúncios de política de dividendos.

2.2.1.3 Tipos de Ações: Direitos dos Acionistas

De acordo com Assaf Neto (2012) as ações são títulos representativos do capital social de uma companhia que, no caso, é dita aberta por ter seus títulos negociados em bolsa de valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao público. Têm de se sujeitar a todas as regras de *disclosure* previstas.

No Brasil, as ações estão divididas em dois grandes grupos, que se diferenciam basicamente pelos direitos que conferem aos seus detentores. A seguir apresentamos as características dos principais tipos de ações presentes no mercado brasileiro.

2.2.1.3.1 Ações Preferenciais

Assaf Neto (2012) afirma que as ações preferenciais nominativas (PN) são aquelas que menos protegem o acionista minoritário, porque não lhe dão o direito de votar em assembleia e ainda, em caso de venda da empresa, não lhe garantem o direito de participar do prêmio de controle, pago ao acionista que detém o comando no caso de venda da empresa.

Quando foi aprovada em 1976, a LSA permitia que 2/3 do capital das empresas fosse composto de ações sem direito a voto. Isso possibilitava a ocorrência de situações em que o controle de uma companhia fosse obtido com a participação de apenas 16,67% no seu capital social. Aos poucos, passou a se questionar a legitimidade do controle de uma companhia adquirido a partir de um investimento tão reduzido.

Com o advento da Lei 10.303 de 2001, a LSA foi alterada e o limite máximo de emissão de ações sem direito a voto foi reduzido para 50%. De acordo com a legislação em vigor, ao constituir uma nova empresa, para cada ação ordinária (ON) a empresa pode emitir apenas uma ação PN. Antes essa relação era de duas ações PN para uma ação ON. Cabe referir que as empresas que já possuíam capital aberto antes da entrada em vigor da nova lei puderam continuar emitindo ações pela regra antiga, motivo pelo qual até hoje existem companhias com mais ações preferenciais que ordinárias.

Os detentores de ações PN, contudo, possuem a preferência no recebimento dos dividendos pagos pela empresa, quando ela tem lucro. A legislação estabelece dividendo mínimo obrigatório para as ações PN. Se a empresa não pagar dividendos por três exercícios, os detentores de ações PN adquirem direito a voto.

Vale destacar, no entanto, que o conceito de PN não está necessariamente relacionado com a supressão do direito de voto, mas, sim, com as diferenças que possui em oposição ao conceito de ação ordinária. Portanto, as PN caracterizam-se pela diferenciação (anormalidade) no modo como seu detentor participa na sociedade, e justamente por existirem várias maneiras desta participação se concretizar, sendo impossível prever todas em lei, é que se deve explicitar detalhadamente no estatuto social os elementos que as distinguem, conforme estabelece o artigo 19 da LSA.

Importante notar que as ações preferenciais são as que geralmente têm maior liquidez no mercado brasileiro. Leal & Saito (2003) mostram que o valor das ações preferenciais na bolsa em geral é maior do que o valor das ações ordinárias, sendo que o fator mais importante para explicar tal diferença é justamente a maior liquidez das ações preferenciais.

2.2.1.3.2 Ações Ordinárias

De acordo com Assaf Neto (2012) as ações ordinárias possuem como principal característica o direito de voto nas assembleias gerais da Companhia, ou seja, conferem a seus portadores a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Conforme o disposto no art. 110 da LSA, cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral. Os detentores desse tipo de ação têm suas prerrogativa dadas pelo disposto no Art. 122 da LSA, conforme demonstrado abaixo:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59;

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Uma vez que lhes cabe aprovar as demonstrações contábeis em assembleia geral, os detentores de ações ordinárias têm portanto a prerrogativa de decidir sobre a destinação dos resultados proposta pelos administradores.

No mercado brasileiro, as ações ordinárias despertam menor interesse por parte dos investidores. Além disso,, o mercado é bastante concentrado e o controle é bastante identificado, diferentemente de outros mercados mais desenvolvidos, onde o controle é pulverizado (PROCIANOY; SCHNORRENBURGER, 2004).

2.2.2 Análise Empírica

Ao analisarmos as evidências empíricas sobre PD no mercado brasileiro, verificamos que os principais trabalhos foram realizados a partir de 1994, quando a inflação se estabilizou no Brasil e os investidores passaram a perceber a real importância dos dividendos, já que os ganhos não eram mais corroídos pela desvalorização da moeda. Nos anos subsequentes, com o crescimento constante e significativo da bolsa de valores na primeira década do século XXI, aliada a uma

grande preocupação com as práticas de GC, os trabalhos sobre o assunto foram se tornando mais abundantes (PROCIANOY, 2006).

A seguir, revisaremos os resultados encontrados nas principais pesquisas realizadas acerca da PD em relação ao mercado brasileiro.

Procianoy (1996) ao investigar a influência da tributação na distribuição de lucros, verificou que a questão tributária exerce influência na política de dividendos das empresas. Entretanto, esperava-se que o incremento no pagamento de dividendos fosse maior, devido à maximização esperada de valor por acionista, em decorrência da flexibilização tributária. Segundo o autor, esse comportamento confirma a existência de conflitos de interesse entre acionistas minoritários e acionistas majoritários no mercado brasileiro.

Zagonel & Terra (2003) testaram a influência dos tributos no mercado brasileiro sob a ótica da empresa. Os autores trabalharam com uma amostra de 672 companhias no período de 1986 a 2011 e detectaram que as mudanças na legislação fiscal que ocorreram ao longo do período exerceram forte influência no pagamento de dividendos por parte das empresas.

Carvalho da Silva (2003) investigou a influência dos custos de agência na PD das empresas, constatando que os referidos custos parecem de fato ter influência na decisão sobre o quanto pagar aos acionistas. Outros fatores que influenciam na PD, segundo ele, são os lucros correntes e a estabilidade da política de dividendos.

Já no seu trabalho de 2004, Carvalho da Silva conclui que:

- a) que empresas com grande concentração de direito a voto na mão do controlador têm baixo payout.
- b) empresas com alta concentração de fluxo de caixa na mão do controlador têm alto payout.
- c) empresas com grande separação entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador têm menor payout.

O resultados da pesquisa de Carvalho da Silva (2004) foram corroborados por Bellato, Silveira e Savoia (2006).

Em pesquisa realizada acerca dos aspectos determinantes da Política de Dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa entre os anos de 1994 e 2000, Heineberg e Procianoy (2003) verificaram que o valor do lucro ou prejuízo líquido e os proventos pagos em dinheiro no ano anterior são as variáveis

com maior poder de explicação na determinação dos proventos pagos em dinheiro no próprio ano.

Iquiapaza, Lamounier & Amaral (2006), identificaram evidências que sugerem que o Tamanho da Empresa, Fluxo de Caixa, Oportunidades de Crescimento e maior Concentração de propriedade do acionista controlador têm relação direta com a distribuição de dividendos.

Decourt e Procianoy (2012), em estudo acerca do processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa constataram, entre outros aspectos, que os executivos consideram o endividamento e investimentos variáveis como aspectos importantes nesse processo. Desta forma, segundo os autores, reduções nos dividendos podem sinalizar expectativa de geração de caixa e lucros menores, e aumentos nos dividendos falta de bons projetos de investimento.

Vancin e Procianoy (2014) investigaram os determinantes da PD sob o enfoque do valor distribuído acima do mínimo obrigatório, e concluíram que a PD das empresas está estreitamente relacionada com os seguintes fatores: nível de endividamento, oportunidades de investimento, nível de dispersão das ações e estabilidade da PD. Também encontraram evidências de que o nível de GC guarda uma relação positiva com o pagamento de dividendos.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.3.1 A Teoria da Agência e o Desenvolvimento da Governança Corporativa

De acordo com Harwell Wells (2010), os primeiros debates acerca da separação entre propriedade e controle nas firmas, ao contrário do que se pensa, surgiram antes de Berle e Means (1932). Já no final do século XIX se debatiam ideias sobre o tema entre a comunidade acadêmica e juristas americanos. Em 1927, essas ideias foram compiladas pelo economista William Z. Ripley, da Universidade de Harvard, e publicadas no seu artigo intitulado *Main Street and Wall Street*, de certa forma popularizando o tema. Entretanto, foi a partir do clássico trabalho de Berle e Means de 1932 que passou-se a discutir com mais ênfase o fato de que a pulverização de propriedade fortalece o poder dos gestores e aumenta o risco desses gestores agirem em interesse próprio.

Nos anos subsequentes, a economia global foi se tornando cada vez mais integrada e o comércio internacional cada vez mais desenvolvido. Esse processo exigiu que as companhias passassem por adequações, em especial em sua estrutura de controle, fazendo com que o poder sobre as principais decisões administrativas trocasse de mãos, passando dos proprietários aos gestores (agentes).

Alguns trabalhos investigaram os custos de agência decorrentes dessas relações. Em especial, pode-se destacar o trabalho de Ross (1973). Segundo esse autor, a relação de agência é uma interação social entre dois ou mais indivíduos, onde o principal delega seu direito de tomar decisão na organização a um agente, que deverá receber uma remuneração por seus serviços. O agente toma a decisão, mas deverá arcar com as consequências do que decidir. A remuneração do agente dependerá então do que foi acordado com os principais e também das decisões que tomará. Ocorre que daí surge a possibilidade de o agente agir em benefício próprio, quando deveria agir no melhor interesse da empresa, evidenciando uma clara situação de conflito de interesses, segundo o autor.

Todavia, foi a partir do trabalho de Jensen e Meckling (1976) que a Governança Corporativa começou a tomar forma como mecanismo capaz de mitigar os conflitos entre agente e principal. Esse clássico artigo, que difundiu e deu destaque ao tema, foi inovador no sentido de detalhar as relações de agência e as situações que acarretam custos de agência.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os agentes têm a tendência de maximizar seus próprios benefícios (salários, estabilidade no emprego, poder e benefícios indiretos) agindo em interesse próprio e não em prol da firma. Nas palavras dos próprios autores (JENSEN; MECKLING, p. 5), um relacionamento de agência é:

[...] um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) engajam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação para tomada de decisão pelo agente. Se ambas as partes na relação são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para se acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal.

Em relação aos custos de agência, segundo os autores, esses contemplam:

- a) os custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- b) as despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;

- c) gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; e
- d) perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Para reduzir o impacto desse problema, que segundo eles é inerente às companhias modernas, os autores propuseram que as empresas adotassem medidas que alinhassem os interesses das partes envolvidas, em busca do melhor para a empresa. Essas medidas incluíam práticas de controle, monitoramento e ampla divulgação das informações (*disclosure*).

À medida que cada vez mais companhias foram modificando sua estrutura de propriedade, especialmente por meio de emissão de ações no mercado, e, portanto, com a maior pulverização do controle nas empresas, o conflito que concentrava-se principalmente entre o principal e o agente, passou também a existir entre o principal e o principal, conforme verificaram La Porta *et al* (2000). Os autores mostram que o principal problema de agência observado na maioria dos países por eles analisados é aquele que surge entre os acionistas controladores e os demais acionistas minoritários. Os autores sugerem então que medidas legais (seja por meio de governos ou agências regulatórias) podem ser um caminho para a GC, uma vez que potencialmente evitam interferências políticas. Demonstram ainda que uma forte proteção aos investidores está associada com boa GC.

Nas últimas décadas do século XX, a GC ganhou destaque. As empresas começaram a demandar melhores instrumentos e práticas que garantissem sua sustentação. Alguns fatores, como escândalos e falências envolvendo grandes empresas nacionais e internacionais nesse período, assim como o crescimento do mercado de capitais foram fundamentais para intensificar seu conceito e aumentar sua importância. Boas práticas de GC são fundamentais para que uma empresa evite fraudes e se torne mais atrativa a investidores, pois possibilitam a adoção de uma postura mais transparente nos negócios, o que segundo Saito e Silveira (2008) transmite uma imagem positiva da organização e assim, aumenta seu valor no mercado.

2.3.2 Princípios e Práticas de Governança Corporativa

É consenso entre os pesquisadores que não existe apenas uma definição para o que chamamos de GC. As definições e práticas podem variar de acordo com sua origem ou perspectiva. A seguir, o Quadro 3 representa algumas das principais definições de GC relacionadas à sua perspectiva e movimento de origem.

Quadro 3 - Princípios e práticas de GC

DEFINIÇÃO	ORIGEM/PERSPECTIVA
Governança corporativa é o sistema com que uma empresa é dirigida/administrada e controlada. Os conselhos de administração são responsáveis pela gestão da empresa. O papel dos acionistas na gestão é de nomear os diretores e os auditores para garantir uma estrutura de gestão adequada.	O Relatório Cadbury (1992), parágrafo 2.5 dá uma definição bastante neutra de governança corporativa, destacando a importância de acionistas e conselhos de administração.
A abordagem da governança corporativa que questões sociais, morais e políticas são preocupações que dizem a respeito à governança corporativa é fundamentalmente errada. Expandir a governança corporativa para abranger a sociedade como um todo não beneficia nem as corporações nem a sociedade. Porque a administração é mal equipada para lidar com questões de interesse público em geral.	Lipton and Lorsch (1992) claramente se manifestam a favor da perspectiva dos acionistas da empresa, pois a administração não é equipada o suficiente para lidar com múltiplos grupos/ inúmeras bases eleitorais.
Governança corporativa é todo o sistema de direitos, processos e controles estabelecidos internamente e externamente sobre a gestão de uma entidade de negócios com o objetivo de proteger os interesses de todos os acionistas.	Centro de Estudos de Política Europeia (CEPS, 1995); O objetivo de proteger o interesse de todos os acionistas é claramente um sinal de uma Definição Europeia Continental.
A governança corporativa é o processo de controle e administração do capital da empresa e os recursos humanos no interesse dos proprietários da empresa.	Hess (1996) sobre a situação geral nos EUA. O acionista é o foco da empresa.
A governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os financiadores das empresas garantem a obtenção de um retorno de seus investimentos.	Shleifer e Vishny (1997). Esta definição é mais ampla do que uma pura perspectiva do acionista, pois outros credores além dos acionistas são mencionados.
Governança corporativa descreve maneiras de garantir que as ações corporativas, ativos e agentes são dirigidos para alcançar os objetivos corporativos estabelecidos pelos acionistas da corporação/empresa.	Sternberg (1998) formula uma definição de GC bastante a favor da perspectiva dos acionistas.
Governança corporativa define um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, seu conselho de administração, os seus acionistas e outras partes interessadas.	Os Princípios de Governança Corporativa (2004) da OCDE tentam dar uma definição muito ampla, pois deve servir de base para todos os países da OCDE.

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir de Corporate Governance. Udo C. Braendle e Alexander N. Kostyuk (2007)

Como se vê, iniciativas governamentais e institucionais podem estimular a adoção de práticas de GC que podem ser atrativas para os investidores. Tais medidas podem contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais. É comum vermos países adotando em seus mercados códigos de boas práticas de GC. Em muitos países, a adesão a essas práticas é mandatória.

Nos Estados Unidos, que se caracteriza por possuir um mercado de capitais altamente desenvolvido, a adoção de algumas práticas de governança corporativa é uma obrigação legal. De acordo com Mallin (2014), existe uma grande quantidade de dispositivos legais que garantem segurança aos investidores, tais como as leis corporativas do Estado de Delaware (*Delaware Corporate Law*) e o conjunto de Leis conhecido como Sarbanes-Oxley Act 2002, surgido em razão de escândalos financeiros de grandes empresas.

Já na Inglaterra, não existe no ordenamento jurídico do país uma lei que estabeleça boas práticas de GC. Todavia, as Companhias abertas britânicas devem adotar as práticas de governança dispostas no *Cadbury Report*⁶.

Em nível mundial, os princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) de GC são tidos como marco referencial para as organizações em todo o mundo, servindo de base para que estas desenvolvam seus próprios princípios de acordo com suas particularidades e necessidades. Esses princípios básicos, os quais norteiam as boas práticas de GC, de acordo com a OECD, em tradução livre do autor, são:

- I - A estrutura da governança corporativa deve promover mercados transparentes e justos, e a alocação eficiente dos recursos. Deve ser coerente com as leis e apoiar a supervisão e aplicação das leis.
- II - A estrutura de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos accionistas e garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.
- III - A estrutura de governança corporativa deve proporcionar incentivos em toda a cadeia de investimento e fornecer informações para os mercados de ações de forma que contribua para a boa governança corporativa.
- IV - A estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos das partes interessadas estabelecidas por lei ou por meio de acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre corporações e as partes interessadas na

⁶ Intitulado *Aspectos financeiros de Governança Corporativa*, o Relatório Cadbury foi publicado em 1992 e estabelece recomendações sobre arranjos dos conselhos de administração e sistemas contábeis para mitigar riscos e falhas de governança corporativa. Foi utilizado amplamente como referência na elaboração de Códigos de boas práticas de Governança Corporativa de diversos países.

criação de riqueza, empregos, e no desenvolvimento sustentável de empresas financeiramente sólidas.

V - A estrutura de governança corporativa deve assegurar que a divulgação de informações oportuna e precisa seja feita sobre todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, incluindo sua situação financeira, desempenho, propriedade e governança da empresa

VI - A estrutura de governança corporativa deve garantir a orientação estratégica da empresa, o controle eficaz da administração pelo conselho e a prestação de contas do conselho para a empresa e os acionistas.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Embora com menos celeridade, o movimento acentuado em busca de melhores práticas de GC também vem avançando no Brasil. Esse movimento se deve, dentre outros fatores, às privatizações, ao movimento internacional de fusões e aquisições, ao impacto da globalização às necessidades de financiamento (custo de capital), à intensificação dos investimentos de fundos de pensão e à postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais (PEREIRA; VILASHI, 2006).

Em comparação à aplicação dos princípios de GC nos Estados Unidos e Inglaterra, podemos dizer que o Brasil adota um modelo híbrido, onde parte dos princípios e práticas decorrem de obrigações legais e parte possuem adoção espontânea. A LSA impõe algumas obrigações às empresas como forma de proteção aos acionistas, tais como o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório e regras de *disclosure* de informações. Como medidas de adoção espontânea podemos citar a concessão de *Tag Along*⁷ e a decisão sobre a política de remuneração de órgãos de conselho das companhias.

2.4.1 Diretrizes de Governança Corporativa no Brasil

Sirqueira, Kalatzis & Toledo (2007) destacam que as principais iniciativas de incentivo à governança das empresas no Brasil são: O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a Cartilha da CVM, a nova LSA (alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001), as Diretrizes de Governança da Bolsa de Valores

⁷ Mecanismo de proteção que garante aos acionistas minoritários de uma companhia o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma.

de São Paulo, a Regulamentação dos Fundos de Pensão (Resolução CMN 2829/01) e a atuação do BNDES.

Para Carvalho da Silva (2005), as empresas devem estabelecer um código de melhores práticas. Um código de GC, segundo as palavras do próprio autor, independentemente de sua origem, deve ter “presença de membros independentes no CA, presença de comitês (auditoria, remuneração, entre outros) formados por membros do conselho para avaliar questões que precisem de análise mais profunda”.

Dentre as regras das melhores práticas, Carvalho da Silva (2005) destaca as seguintes:

- estabelecer equilíbrio entre a diretoria executiva (CEO) e o conselho de administração, funções que devem ser ocupadas por pessoas distintas;
- valorização do princípio “uma ação, um voto”;
- extensão para todos os acionistas do direito de “tag along”
- criação e disseminação de um código de ética;
- maior nível possível de transparência de informações; e,
- o conselho deve ser formado pelo maior número possível de conselheiros independentes.

2.4.1.1 Práticas de Governança Corporativa da BM&FBovespa

Similar às normas da OECD, a BM&FBovespa sugere às empresas participantes a adesão de um conjunto de práticas alinhadas com as melhores recomendações dos agentes de mercado e principais códigos de GC, na tentativa de evidenciar o total comprometimento da companhia e de seus administradores com o interesse de seus acionistas e investidores. Entre as práticas de governança, merecem destaque as seguintes (Quadro 4):

Quadro 4 - Práticas de GC da BM&FBovespa

Dimensão de Governança	Principais Práticas de Governança Adotadas pela BM&FBovespa
Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> * Emissão exclusiva de ações com direito a voto (ordinárias), assegurando o princípio uma ação - um voto; * Concessão estatutária de tag along de 100% para todos os acionistas da Companhia; * Existência de uma política de distribuição de dividendos transparente e baseada em critérios objetivos.
Conselho de Administração	<ul style="list-style-type: none"> * Existência de um Regimento Interno definindo claramente as atribuições e funcionamento do órgão; * Presença obrigatória de pessoas distintas ocupando os cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente; * Avaliação formal anual de desempenho da Diretoria pelo Conselho; * Avaliação formal anual de desempenho do Conselho como órgão; * Existência de quatro Comitês do Conselho (Auditoria, Governança e Indicação, Remuneração e Risco) em funcionamento e com atividades definidas em Regimento Interno; * Maioria obrigatória de conselheiros independentes, todos com excelente reputação no mercado, experiência e firme compromisso de dedicação ao Conselho; * Comitê de Auditoria composto exclusivamente por membros independentes; * Existência de calendário anual de pautas do Conselho, contendo todos os temas a serem abordados ao longo do ano.
Transparência e Gestão	<ul style="list-style-type: none"> * Existência de um <i>website</i> específico da área de Relações com Investidores com informações sobre governança corporativa; * Formalização e divulgação ao público das diretrizes de governança corporativa da Companhia; * Existência de uma seção específica no Relatório Anual dedicada à implementação das questões de governança corporativa; * Divulgação ao público do modelo de governança da Companhia, incluindo respectivos papéis e relacionamento entre os órgãos de governança; * Divulgação de informações substanciais sobre transações com partes relacionadas; * Sistema de remuneração dos executivos alinhado com o interesse de longo prazo de todos os acionistas
Auditoria Independente	<ul style="list-style-type: none"> * Relacionamento direto e sistemático das Auditorias Independente e Interna com o Comitê de Auditoria; * Avaliação formal de desempenho dos auditores pelo Conselho
Conduta e Conflito de Interesses	<ul style="list-style-type: none"> * Existência de um código de conduta aprovado pelo Conselho de adesão obrigatória por todos os funcionários e administradores; * Existência de política para transações com partes relacionadas e outras situações envolvendo conflitos de interesse. * Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de quaisquer questões societárias.

Fonte: BM&FBovespa.

2.4.1.2 Os segmentos de Listagem da Bovespa

No intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a BM&FBovespa criou no ano de 2000 (efetivamente implantado no ano de 2001) os segmentos especiais de listagem – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Cada segmento de listagem possui suas próprias regras de adesão, que são práticas de GC as quais precisam ser cumpridas pelas empresas como pré-requisito para cada um dos níveis que desejam aderir. Essas práticas vão além das obrigações que as companhias têm perante a LSA e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Além disso, do ponto de vista do investidor, as regras são atrativas uma vez que lhes asseguram direitos e garantias na tentativa de reduzir o risco do investimento.

Sendo o segmento de listagem que exige maior adesão a boas práticas de GC, o Novo Mercado da BM&FBovespa tem sido a opção da maioria das empresas que ingressam na BM&Bovespa. A principal exigência desse mercado é que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias.

O Quadro a seguir, extraído diretamente dos documentos oficiais da BM&FBovespa disponíveis em seu *website*, resume os Segmentos de Listagem bem como as regras de adesão a cada um deles (Quadro 5):

Quadro 5 - Segmentos de listagem e regras de adesão da BM&FBovespa

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento.		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório				Facultativo	

Fonte: BM&FBovespa.

2.4.2 Análise Empírica

Segundo Siffert Filho (1998) na década de 1990 houve um crescimento significativo do controle compartilhado das empresas brasileiras por meio de acordos de acionistas. Observou-se também o avanço significativo do controle por empresas estrangeiras e a redução do controle familiar.

Siqueira (1998) analisou as causas e conseqüências da concentração da propriedade das empresas brasileiras de capital aberto com base em uma amostra de 278 empresas. O autor conclui então que o grau de concentração do controle acionário no Brasil sofre influência da regulamentação do mercado, do tamanho da firma e da estrutura de capital.

O mercado brasileiro de ações se caracteriza pela alta concentração de propriedade. O estudo de Leal *et al* (2002) revelou que mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.

Procianoy (1994), Procianoy e Comerlato (1994), Valadares e Leal (2000), e Leal *et al* (2002) pesquisaram acerca da estrutura de propriedade e controle de companhias de capital aberto no Brasil listadas na BM&FBovespa. De forma geral, todos os autores concluem que há forte concentração de controle e grande potencial para a expropriação dos acionistas minoritários.

Leal *et al* (2002) sugere que a presença de estruturas indiretas de controle tem efeito negativo sobre o valor da empresa e que quanto maior a participação dos controladores no capital total menor a concentração de controle. Para o autor, é possível que os acionistas controladores detenham uma parcela relevante de ações sem direito a voto por conta da liquidez que oferecem, em linha com o que afirmaram Leal & Saito (2003), quando demonstraram que o valor das ações preferenciais na bolsa em geral é maior do que o valor das ações ordinárias e que o fator mais importante para explicar tal diferença é a maior liquidez das ações preferenciais.

Conforme artigo de Siqueira e Kalatzis (2006, p. 5) uma pesquisa realizada em 2001, pela consultoria Mckinsey e Korn/Ferry demonstra o perfil da GC no país. Em suma, as empresas listadas na BM&FBovespa possuem as seguintes características: forte concentração de propriedade em poucos acionistas majoritários; sobreposição entre propriedade e liderança executiva; acionistas minoritários pouco ativos;

estruturas e procedimentos de governança geralmente informais; presença de profissionais não capacitados.

Srour (2005) encontrou evidências no mercado brasileiro de que melhores práticas de GC tendem a diminuir a volatilidade do retorno das firmas. Conclui que empresas que possuem ADR⁸ negociadas na NYSE⁹ ou faziam parte do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBovespa tiveram mais chances de diluir menos seus acionistas minoritários. No entanto, a presença de auditorias de reputação não pareceram afetar o comportamento da firma em relação a seus investidores externos.

Para Leal e Saito (2003), para gerenciar conflitos de interesse é importante que se reforcem os direitos dos minoritários. Segundo os autores, os benefícios pretendidos são maiores valores de mercado refletidos no preço das ações, menor custo de agência e maiores oportunidades de investimento.

No que diz respeito ao CA das empresas, Leal e Saito (2003) chamam a atenção para o fato de que no Brasil, são amplamente dominados por pessoas ligadas ao grupo controlador da companhia, com baixa participação de conselheiros independentes.

Dutra e Saito (2000) examinaram se os acionistas minoritários utilizam o “voto múltiplo”, um mecanismo que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no Conselho, tendo em vista a utilização de sistemáticas diferenciadas de votação. Entretanto não foram encontradas evidências de que isto aconteça, sugerindo que os minoritários no Brasil não são ativistas ou simplesmente preferem vender suas ações quando insatisfeitos.

Procianoy e Verdi (2009) estudaram os determinantes e as consequências da adesão de empresas brasileiras aos novos mercados da BM&FBovespa. Segundo os autores, as empresas que aderem às regras dos novos mercados buscam maiores níveis de *disclosure* e de GC a fim de aumentar sua valorização. Os autores verificaram que empresas que aderem aos novos mercados se caracterizam por ser maiores, ter maior lucratividade e também maior dispersão acionária. No entanto, o efeito do endividamento e do crescimento das vendas não foi significativo estatisticamente. No que diz respeito às consequências, encontrou-se que as

⁸ American Depositary Receipts são certificados de ações emitidas por bancos americanos que representam valores mobiliários de empresas estrangeiras negociadas no mercado americano.

⁹ Bolsa de Valores de Nova Iorque.

empresas que aderiram aos novos mercados apresentaram maior liquidez em relação ao nível anterior à adesão.

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA X DIVIDENDOS

Dos principais trabalhos que investigam GC no mundo, inegavelmente os estudos de La Porta *et al* (1998, 2000) são os que realizaram pesquisas mais abrangentes em termos de tamanho da amostra e alcance, sendo realizado com empresas de 33 países. A principal descoberta dos estudos é que o nível de proteção dos investidores de cada país e o nível de GC exerce influência em países na distribuição de dividendos das companhias. Os autores verificaram que nos países onde há menor distribuição de dividendos, o nível de proteção dos investidores é maior. Já nos países onde há maior distribuição de dividendos, os mecanismos de proteção aos acionistas minoritários são reduzidos.

O resultado das pesquisas de La Porta *et al* (1998, 2000) evidenciam, portanto, a existência não apenas do conflito entre gestores e acionistas, mas também a existência de conflito de interesses entre acionistas majoritários (detentores do controle) e minoritários. Tais resultados evidenciam a hipótese de que os dividendos são utilizados como substitutos em razão da ausência de mecanismos de GC.

Em linha com as descobertas de La Porta *et al* (1998, 2000), Fama e French (2001) identificaram que o número de empresas americanas que distribuem dividendos caiu, concluindo que as vantagens associadas a essa forma de remuneração reduziram com o passar do tempo. Para eles, o que poderia explicar essa redução é uma melhora das práticas de controle corporativo, como por exemplo o aumento do uso de políticas de remuneração de administradores valendo-se da emissão de opções de compras de ações da empresa, as quais diminuem os benefícios proporcionados pelos dividendos no que tange ao controle dos conflitos entre acionistas e os administradores.

John e Knyazeva (2006), estudaram as motivações para a realização de uma política de distribuição, e o modo como é feita a escolha entre os dividendos e as recompras de ações no mercado americano. Dentre as conclusões, verificaram que empresas com pior governança corporativa distribuem uma maior parte de seus lucros aos acionistas.

No Brasil, alguns trabalhos analisaram a relação do nível de GC das empresas listadas na BM&FBovespa e a sua PD.

Segundo Carvalho da Silva (2005), um dos primeiros estudos brasileiros relacionando a PD e o conflito de agência foi realizado por Procianny (1995), que analisou os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na BM&FBovespa, por meio da PD após as modificações tributárias ocorridas em 1988 e 1989. O pagamento, além de estar relacionado com a estrutura de propriedade, funciona como um mecanismo de governança.

Em estudo abrangente realizado no mercado brasileiro, Carvalho da Silva (2005) chegou às seguintes conclusões: (i) empresas com grande concentração de poder de voto nas mãos do controlador pagam menos dividendos; (ii) empresas com grande concentração com direitos de fluxo de caixa na mão do controlador têm alto índice de *payout*, (iii) empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm baixo *payout*.

Ribeiro *et al* (2013) não encontraram resultados que suportassem a ideia de que o PD está relacionada com o nível de GC. Para os autores, essa evidência apresenta uma perspectiva diferente daquela desejada quando se trata de controles e mitigação dos problemas de agência. Visto que, na opinião deles, as companhias classificadas nos diferentes níveis de governança deveriam melhor remunerar os acionistas.

Zagonel & Terra (2013), ao investigarem os níveis de GC das empresas e sua relação com o pagamento de dividendos pelas empresas, encontraram resultados que sugerem que as companhias listadas no Nível I, II e Novo Mercado da BM&FBovespa possuem maior probabilidade de distribuírem dividendos e os montantes distribuídos são maiores.

Bellato, Silveira & Savoia (2006) avaliaram se o controle da empresa, sob a perspectiva da posse de altos índices de ações ordinárias por parte dos acionistas controladores, influencia a política de dividendos, mensurada pelo *payout* e *dividend yield*. Os resultados encontrados não são estatisticamente conclusivos, mas reforçam a percepção de que empresas com maiores controles acionários distribuem menos resultados do que empresas com ações ordinárias mais pulverizadas, sugerindo, assim, que a emissão de ações sem direito a voto e com maior concentração de controle pode gerar conflitos de interesses entre os tipos de acionistas, podendo dar maiores favorecimentos a acionistas controladores

2.6 RESUMO DAS EVIDÊNCIAS

O quadro abaixo resume os principais trabalhos que encontraram evidências empíricas acerca da PD (Quadro 6).

Quadro 6 - Evidências empíricas acerca da PD no Brasil

FATOR / TEORIA	TRABALHOS	EVIDÊNCIA / IMPACTO
Alavancagem	Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), Mota e Eid Junior (2010), Decourt e Procianoy (2012), Vancin e Procianoy (2014)	Sim /-
Tamanho	Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Ferreira Junior, Nakamura & Martin (2007), Mota e Eid Junior (2010)	Sim /+
Lucratividade	Carvalho da Silva (2003), Freitas e Costa (1990), Brito e Silva (2005), Heineberg e Procianoy (2003), Decourt e Procianoy (2009)	Sim /+
	Pietro Neto (2007), Decourt e Procianoy (2012)	Sim /-
Fluxo de Caixa	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Decourt e Procianoy (2009), Mota e Eid Junior (2010)	Sim /+
Oportunidades de Investimento	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Decourt e Procianoy (2012), Vancin e Procianoy (2014)	Sim /-
Estabilidade da PD	Carvalho da Silva (2003), Heineberg e Procianoy(2004), Vancin e Procianoy (2014)	Sim
Concentração de Propriedade	Carvalho da Silva (2004), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Mota e Eid Junior (2010), Bellato, Silveira e Savoia (2006).	Sim /-
Nível GC	Carvalho da Silva, (2005), Zagonel & Terra (2013), Vancin e Procianoy (2014)	Sim /+
	Ribeiro <i>et al</i> (2013)	Não
Dispersão Ações	Vancin e Procianoy (2014)	Sim
Sinalização	Novis Nete e Saito (2003), Kuronuma, Luchesi e Famá (2003)	Sim
	Bueno (2002), Decourt, Procianoy & Pietro Neto (2007)	Não
Custos de Agência	Carvalho da Silva (2003)	Sim /-

Fonte: Organizado pelo autor.

Dos principais trabalhos citados nesta pesquisa e que trouxeram evidências no mercado brasileiro acerca dos fatores que influenciam a PD das empresas, observou-

se que apenas o estudo de Vancin e Procianoy (2014) trabalha com o valor acima do mínimo obrigatório como *proxy* para pagamento de dividendos.

Observou-se também que as evidências encontradas na literatura não apresentam elementos específicos de governança como determinantes do pagamento de dividendos pelas empresas brasileiras. Assim, buscou-se responder as seguintes perguntas:

- (a) Empresas nas quais o principal executivo e o presidente do CA são a mesma pessoa possuem mais *vontade de pagar*?
- (b) Empresas possuem ações PN na composição de seu capital social possuem mais *vontade de pagar*?
- (c) Um CA mais independente exerce influência na *vontade de pagar* das empresas listadas na BM&FBovespa?
- (d) Estar listada em níveis diferenciados de GC na BM&FBovespa aumenta a *vontade de pagar* da empresa?

A seguir, demonstra-se os caminhos escolhidos a fim de responder essas perguntas.

3 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

A população deste estudo abrangeu todas as empresas com ações negociadas na BM&FBovespa regidas pela legislação brasileira que pagaram dividendos ao final do exercício no período de 2010 a 2013. A opção pela análise do período a partir de 2010 se deu em função da mudança de regras de divulgação da CVM em relação ao formulário de referência das companhias, quando no dia 1º de janeiro de 2010, passou a vigorar a Instrução nº 480 da CVM, que alterou o regime informacional a que estão sujeitas as empresas que negociam seus ativos na BM&FBovespa.

Os dados coletados e utilizados nesta pesquisa concernentes às demonstrações contábeis das companhias foram os mesmos dados utilizados no trabalho de Vancin & Procianoy (2014), os quais foram coletados pelos autores no banco de dados do software Economática®, sendo os valores nominais expressos em Reais (R\$) ou em percentuais (%).

Os dados referentes aos valores pagos de dividendos ou JCP, também coletados por Vancin & Procianoy (2014), foram extraídos diretamente das atas das AGO de acionistas nas quais se deliberou sobre a destinação do lucro de cada um dos exercícios que fazem parte do presente estudo. Para efeitos do presente estudo, a remuneração por meio de JCP foi tratada como dividendo pago ou creditado aos acionistas, nos termos da LSA.

As informações referentes ao valor mínimo obrigatório distribuído aos acionistas em cada ano foram coletadas por meio da análise dos estatutos sociais das empresas em conjunto com a leitura das atas da AGO que deliberou sobre a destinação de lucros de cada exercício, sendo também os mesmos dados utilizados no trabalho de Vancin & Procianoy (2014).

Os dados não-financeiros da amostra, relativos aos indicadores de GC das empresas, foram coletados pelo autor para cada um dos anos do período amostral nos Formulários de Referência das companhias, disponíveis no *website* da BM&FBovespa e da CVM.

Ao todo, em 31 de dezembro de 2013, existiam 441 empresas listadas na BM&FBovespa, totalizando 1.417¹⁰ observações ao longo do período amostral. A partir da desses dados, os seguintes ajustes foram realizados na amostra a fim de se atingir os objetivos da pesquisa:

- (i) exclusão das empresas negociadas como BDR¹¹;
- (ii) exclusão das observações referentes aos exercícios em que não houve pagamento de dividendos, totalizando 596 observações excluídas;
- (iii) exclusão das observações referentes às empresas nas quais não houve pagamento de proventos em pelo menos um dos três exercícios anteriores ao da observação, totalizando 66 observações excluídas¹²;

Após essas exclusões, com o intuito de evitar que algumas observações causassem prejuízos na interpretação dos resultados, foi necessário tratar os dados

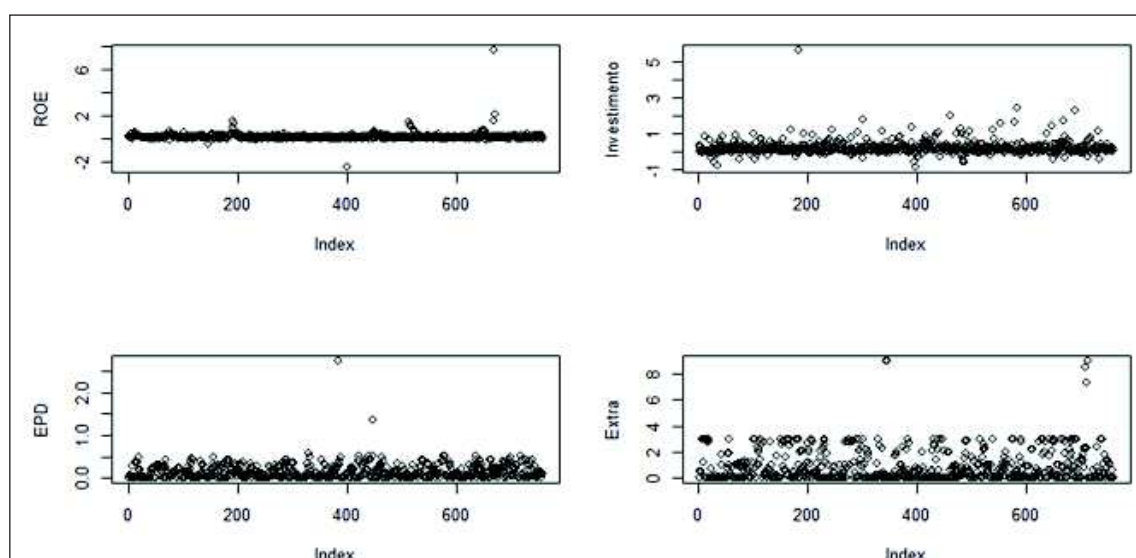
¹⁰ O número de observações não múltiplo de 4 deve-se ao fato de nem todas as empresas estarem constituídas nos 4 anos do período.

¹¹ Brazilian Depositary Receipt: Certificado ou direito representativo de valores mobiliários emitidos por companhias abertas com sede no exterior, negociáveis no mercado brasileiro e emitidos por instituição depositária no Brasil.

¹² Exclusão necessária para fins de cálculo da variável EPD (*Estabilidade da Política de Dividendos*).

referentes às observações que apresentaram valores com um grande afastamento das demais da série estatística. A fim de identificar os *outliers* da amostra, foi utilizada a análise gráfica das séries. A seguir estão representados os gráficos das séries que apresentaram *Outliers* (Figura 1).

Figura 1 - Séries antes da Winsorização



Fonte: Elaborado pelo autor.

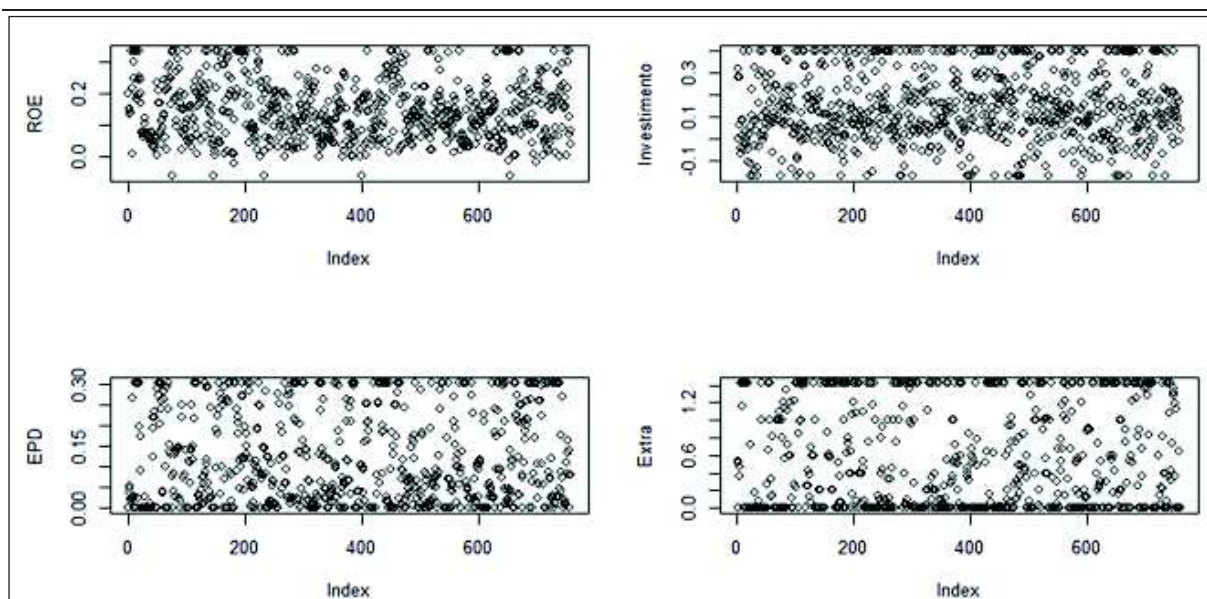
Verificada a presença de alguns *outliers* na amostra, foi aplicada a técnica conhecida como *Winsorização* para tratá-los.

A *Winsorização* é a transformação das estatísticas que limita os valores extremos de uma série de dados a determinados limites superiores e inferiores, igualando os valores extremos ao valor mais próximo do limite definido. Barnett (1994) apresentam essa técnica detalhadamente e ressaltam sua importância pelo fato de que, ao contrário de outras técnicas que excluem da amostra certas observações consideradas extremas, a *Winsorização* não joga fora nenhuma observação, apenas a torna menos extrema. É esperado que os resultados das estimações obtidos após o processo de *Winsorização* não sejam decisivamente alterados.

A técnica é amplamente utilizada em pesquisas de finanças. Nesta pesquisa, 1% dos valores das variáveis da amostra foram considerados extremos, sendo 0,5% na parte inferior e 0,5% na parte superior.

A seguir estão reproduzidos os gráficos das variáveis tratadas após passarem pelo processo de *winsorização* (Figura 2).

Figura 2 – Séries após a Winsorização



Fonte: Elaborado pelo autor.

Realizados os ajustes dispostos acima e efetuado o tratamento dos *outliers*, a amostra total da pesquisa contou com 759 observações de 249 empresas. O quadro abaixo demonstra o número final de observações da amostra total separados por ano e nível de governança.

Tabela 1 – Número de observações por ano e nível de governança

ANO	TRADICIONAL	N1	N2	NOVO MERCADO	TOTAL
2010	88	29	12	75	204
2011	85	26	11	81	203
2012	67	22	10	74	173
2013	71	22	10	76	179
TOTAL	311	99	43	306	759
%	40,97%	13,04%	5,67%	40,32%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base na análise da Tabela 1, verifica-se que a maior concentração de empresas encontra-se nos segmentos de listagem Tradicional ou Novo Mercado, sendo 81,29% das empresas enquadradas em um desses segmentos.

Na Tabela 2, demonstram-se as observações separadas por tipo de principal executivo (CEO), segregando as empresas entre aquelas em que o CEO é também o

presidente do CA (CHAIR), em comparação com a decisão de pagamento acima do mínimo obrigatório ou não.

Tabela 2- Número de observações por CEO x CHAIR e ano

CEOXCHAIR	2010		2011		2012		2013		TOTAL	
	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA
CEO = CHAIR	26	28	25	27	20	22	16	25	87	102
CEO ≠ CHAIR	48	102	43	108	45	86	37	101	173	397

Fonte: Elaborada pelo autor.

Verifica-se no comparativo acima que a razão entre a decisão de pagar acima do mínimo obrigatório é maior dentre as observações nas quais o CEO é diferente do CHAIR. Nas observações nas quais o CEO e o CHAIR são pessoas distintas, 69,65% apresentaram pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório. Nas observações nas quais o CEO e o CHAIR são a mesma pessoa, 53,97% dos pagamentos de dividendos foram feitos acima do mínimo obrigatório estabelecido pelo estatuto das empresas.

A Tabela 3 apresenta as observações separadas pela existência ou não de ações PN na composição do capital social das empresas.

Tabela 3 - Número de observações por existência de Ações PN

AÇÕES PN	2010		2011		2012		2013		TOTAL	
	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA
SEM AÇÕES PN	34	57	34	60	31	54	24	66	123	237
COM AÇÕES PN	40	73	34	75	34	54	29	60	137	262
TOTAL	74	130	68	135	65	108	53	126	260	499

Fonte: Elaborada pelo autor.

Constata-se que independentemente do fato de ter ações PN na composição de seu capital social ou não, aproximadamente 65% das observações teve pagamentos acima do mínimo obrigatório.

A Tabela 4 apresenta as observações agrupadas por faixa de grau de independência do CA, representada pela razão entre o número de conselheiros independentes e o número total de conselheiros.

Tabela 4 – Número de observações por faixa de Independência do CA

Faixa INDEP.CA	2010		2011		2012		2013		TOTAL	
	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA
0 – 20%	48	85	42	94	45	66	39	75	174	320
21% - 40%	15	25	17	22	13	23	7	27	52	97
41% - 60%	8	13	8	11	6	12	6	15	28	51
61% - 80%	3	5	1	6	1	5	1	7	6	23
81% - 100%		2		2		2		2	0	8
TOTAL	74	130	68	135	65	108	53	126	260	499

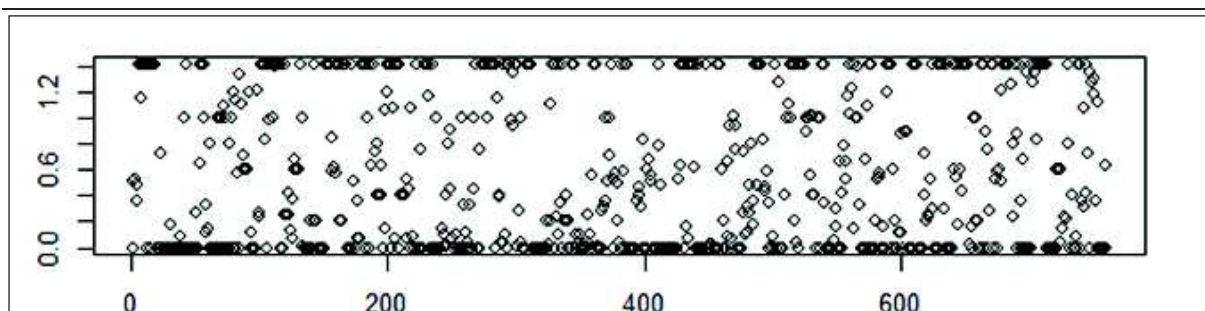
Fonte: Elaborada pelo autor.

Ao observarmos o comparativo trazido pela tabela em relação aos pagamentos acima do mínimo obrigatório, constata-se que nas faixas onde o percentual de conselheiros independentes é maior (entre 61% e 80%), o número de observações com pagamento acima do mínimo obrigatório em relação ao total é também maior. Vale destacar que das 8 observações pertencentes à última faixa de independência (acima de 80% de conselheiros independentes), em todas houve distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório.

4 METODOLOGIA

Na amostra definida para esta pesquisa, a distribuição da variável determinada pela parcela do dividendo pago acima do mínimo obrigatório (EXTRA) apresenta uma concentração significativa de observações iguais ao limite inferior, ou seja, igual a zero. A Figura 3 abaixo demonstra essa distribuição.

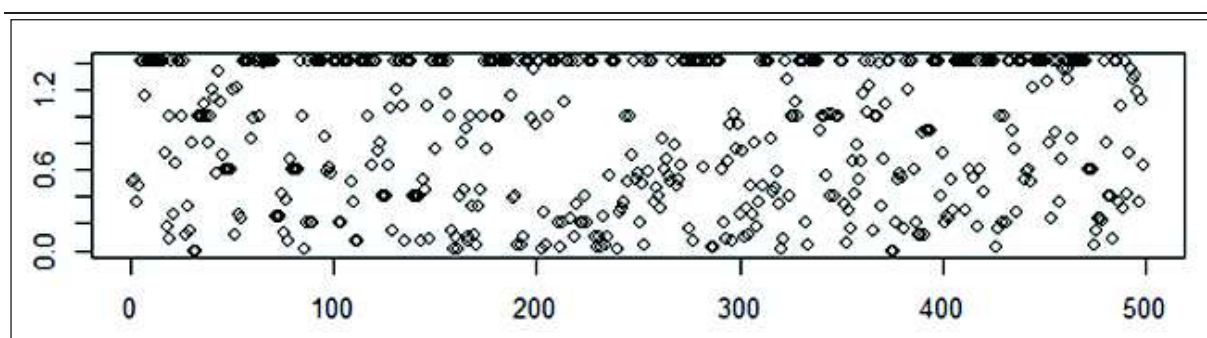
Figura 3 - Distribuição de EXTRA na amostra total



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em linha com os objetivos definidos para esta pesquisa, tendo em vista ainda as características de distribuição assimétrica da amostra, optou-se por segregar a amostra para a aplicação do modelo econométrico. Nesse caso, a aplicação do modelo econométrico considerou apenas as empresas que pagaram dividendos acima do valor mínimo obrigatório. Nota-se nas empresas que distribuíram acima do mínimo há razoável variação nos percentuais pagos. Evidencia-se essa distribuição na Figura 4, a seguir:

Figura 4 - Distribuição de EXTRA na parcela da amostra somente com pagamentos acima do mínimo obrigatório



Fonte: Elaborada pelo autor.

Assim, para medir a influência de fatores de governança corporativa no percentual pago acima do mínimo obrigatório, optou-se por um modelo econométrico de dados em painel com efeitos aleatórios, o qual é indicado para amostras que combinam séries temporais com dados em corte transversal (*cross section*), pois considera variações de características entre empresas de período para período.

O painel que foi considerado para testar os potenciais fatores que determinam a *vontade de pagar* além do mínimo teve como base, portanto, apenas as observações empresa-ano nas quais a empresa optou por pagar acima do mínimo obrigatório.

Todos os cálculos, testes estatísticos e aplicação das regressões foram realizados com auxílio do *software* estatístico R, versão 3.2.4. O R é uma ferramenta estatística livre largamente utilizada em pesquisas nacionais e internacionais.

4.1 VARIÁVEIS DO MODELO

A seguir, demonstra-se o processo de construção das variáveis utilizadas nos modelos econométricos.

4.1.1 Variável Dependente

Conforme a metodologia definida para a presente pesquisa, o valor pago acima do mínimo obrigatório servirá como base para a construção da variável dependente a ser utilizada na regressão. A forma de construção da variável está demonstrada a seguir.

4.1.1.1 Pagamento Acima do Mínimo Obrigatório (EXTRA)

A variável dependente utilizada no modelo proposto é determinada em função do valor pago acima do dividendo mínimo obrigatório para o exercício (VANCIN; PROCIANOY, 2014). Esse valor representa a *real vontade de pagar* das empresas, já que se trata de uma distribuição espontânea sem qualquer obrigação legal ou estatutária. Na presente pesquisa, esse pagamento excedente é expresso pela razão entre o percentual do lucro líquido ajustado distribuído aos acionistas no exercício, diminuído do percentual mínimo obrigatório a ser distribuído no exercício e dividido pelo próprio percentual mínimo obrigatório do exercício. Essa variável, denominada *EXTRA*, é calculada conforme a Equação 1 abaixo:

$$EXTRA = \frac{\%DIST_t - \%MIN_t}{\%MIN_t} \quad IN(1)$$

Onde:

$\%DIST_t$ = Percentual de dividendos pagos em relação ao lucro líquido ajustado no período.

$\%MIN_t$ = Percentual estabelecido em estatuto como mínimo obrigatório no período.

Conforme citado no item 3.1, para se determinar o valor mínimo que as empresas estavam obrigadas a pagar a seus acionistas em cada um dos exercícios analisados neste trabalho, foi necessário realizar a leitura das atas das Pagos que deliberaram sobre a destinação do lucro do exercício. Ao realizar essa leitura, verificamos que algumas empresas, apesar de terem apurado prejuízo no exercício, se valeram de reservas anteriormente constituídas e optaram pagar dividendos no

período. A empresa que opta por distribuir dividendos mesmo não tendo auferido lucros (e, portanto, não tendo obrigação de distribuir), é um claro exemplo de que existem motivações de natureza não financeira que influenciam as empresas na tomada de decisão em relação à remuneração de seus acionistas.

Para os casos em que as empresas optaram por pagar dividendos sem ter obrigação, nominalmente o valor do mínimo obrigatório é igual a zero, o que faz com a fórmula acima no cálculo da variável *EXTRA* resulte em zero para qualquer valor que seja distribuído. Nesses casos, presumiu-se que a *vontade de pagar* dessas empresas correspondia à totalidade de seu lucro. Assim, convencionou-se que o valor de *EXTRA* para esses casos será igual ao maior valor de *EXTRA* da série.

4.1.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes estabelecidas neste modelo são as variáveis pelas quais se busca explicar o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório, que se acredita que exerçam influência na tomada de decisão por parte dos controladores das empresas. No presente estudo, além dos artigos científicos citados, foram base para definição das boas práticas de GC as diretrizes determinadas pelo IBGC, a CVM e a BM&FBovespa.

4.1.2.1 Nível de Governança Corporativa (GC)

Essa variável é representada pelo enquadramento da empresa em níveis de governança diferenciada da BM&FBovespa ou não. Na figura abaixo estão demonstrados os diferentes segmentos de listagem de GC na BM&FBovespa nos quais estão enquadradas as empresas que compõem a amostra definida neste trabalho:

Figura 5 – Nível de governança

1	TRADICIONAL
2	N1
3	N2
4	NOVO MERCADO

Fonte: elaborado pelo autor.

O segmento Tradicional é a categoria de listagem da BM&FBovespa que menos exige das empresas que exerçam práticas de GC diferenciadas. Assim, optou-se por adotar no presente estudo uma variável *dummy* dividindo as empresas em dois grupos. As que possuem nível de GC diferenciado e as que não possuem. Dessa forma, a variável *dummy* poderá assumir os seguintes valores:

- a) 0, quando a empresa está listada no segmento Tradicional de GC;
- b) 1, quando a empresa está listada em algum dos segmentos de GC diferenciada, seja N1, N2 ou Novo Mercado.

Alguns trabalhos sugerem a influência do segmento de listagem de GC na PD das empresas. Carvalho da Silva (2005), Zagonel & Terra (2013) e Vancin e Procianoy (2014) encontraram evidências de que quanto maior o nível de GC do segmento em que está listada, maior a distribuição de dividendos da empresa..

4.1.2.2 Ações Preferenciais (AC.PREF)

Segundo Silveira *et al* (2003), no Brasil, a principal forma de concentração de controle por parte dos grandes acionistas ocorre principalmente pela emissão de duas classes de ações, com e sem direito a voto. Essa concentração resulta no não cumprimento de um princípio importante da GC, o princípio *uma ação-um voto* (CARVALHAL DA SILVA, 2003). Assim, a emissão de ações preferenciais se revela o principal mecanismo que diferencia entre direito de controle (poder para tomada de decisões) e direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total da companhia) no Brasil, já que, salvo raras exceções, elas não concedem direito a voto em assembleia.

Com base nessa premissa, a escolha dessa variável parte da hipótese de que, quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador (direito de controle) e seu direito sobre o fluxo de caixa, maior será o potencial de expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, haverá menos distribuição de dividendos.

Assim, esta variável é representada por uma *dummy* nos modelos econométricos que representa a existência ou não de ações preferenciais na constituição do capital social das empresas, podendo assumir os seguintes valores:

- c) 0, quando não há presença de ações preferenciais no capital social da empresa.
- d) 1, quando há presença de ações preferenciais no capital social da empresa;
- e

4.1.2.3 Independência do Conselho de Administração (INDEP.CA)

Esta variável foi criada com base nos trabalhos de Silveira, Barros e Famá (2003). No referido trabalho, os autores investigaram a influência da independência do CA no desempenho e valor das empresas. A premissa para essa variável é que um número de maior de conselheiros independentes diminuiria a chance o acionista controlador agir de forma contrária aos interesses dos acionistas minoritários.

A variável é dada pela Equação 2, definida abaixo.

$$INDEP.CA = \frac{\text{Número Conselheiros do CA Independentes}}{\text{Número Total de Conselheiros do CA}} \quad (2)$$

4.1.2.4 CEO x *Chairman* (CEOxCHAIR)

Assim como a variável INDEP.CA, esta variável foi criada com base nos trabalhos de Silveira, Barros e Famá (2003), que investigaram a relação da composição do CA com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. No referido trabalho, os autores encontraram indícios que em empresas mais quais a mesma pessoa ocupa os cargos de diretor executivo e presidente do CA, o valor da empresa cai.

A ideia central do uso dessa variável na presente pesquisa é, partindo do pressuposto que a decisão de pagar é do CA, investigar se a decisão do principal em pagar dividendos é afetada pelo fato de ele também ser o agente na relação. Espera-se que em empresas nas quais o presidente do CA e o principal executivo são a mesma pessoa, exista uma propensão a reter mais lucros.

A variável a ser investigada é uma variável binária podendo assumir dois valores:

- a) 0, quando o presidente do CA e o principal executivo são pessoas distintas.

- b) 1, quando o presidente do CA e o principal executivo são a mesma pessoa;
e

4.1.3.1 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Esta variável foi definida com base no trabalho de Vancin & Procianoy (2014), e indica o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return on Equity*). A variável é dada pela Equação 3. Esse indicador financeiro representa o quanto uma empresa gera de lucro em relação ao capital investido (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

De acordo com Heineberg e Procianoy (2003), essa variável é um dos principais fatores que explicam o pagamento de dividendos no Brasil. Se espera uma relação positiva entre esse indicador e o pagamento de dividendos.

$$ROE = \frac{LL_t}{PL_t} \quad (3)$$

Onde:

LL_t = lucro líquido no período t;

PL_t = patrimônio líquido no período t.

4.1.3.2 Endividamento (E)

A escolha dessa variável se deu em função do fato que empresas com uma estrutura de capital composta por maior nível de alavancagem têm a obrigação de realizar pagamentos sobre as dívidas, reduzindo os recursos para distribuição de proventos (VANCIN & PROCIANOY, 2014). Assim, é esperada uma relação negativa entre essa variável com o pagamento de dividendos. O índice utilizado foi o endividamento total, dado pela Equação 4.

$$E = \frac{PC_t + ELP_t}{AT_t} \quad (4)$$

Onde:

PC_t = passivo circulante do período t;

ELP_t = exigível a longo prazo do período t;

AT_t = ativo total do período t.

4.1.3.3 Oportunidades de Investimento (I)

A construção dessa variável tem como base o trabalho de Denis e Osobov (2008), que mensuram as oportunidades de investimento pela razão entre a variação do ativo total do ano corrente para o ano anterior e o próprio ativo total no ano anterior, como demonstra a Equação 5.

$$I = \frac{(AT_t - AT_{t-1})}{AT_{t-1}} \quad (5)$$

Para a realização de novos investimentos, as empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos.

4.1.3.4 Tamanho da Empresa (T)

O tamanho da empresa no presente trabalho é calculado pelo logaritmo natural (ln) do ativo total, conforme Equação 6. A transformação logarítmica da variável é utilizada para corrigir os efeitos de escala, tornando a variável homogênea.

$$T = \ln(AT_t) \quad (6)$$

É esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o montante distribuído aos acionistas. Fama e French (2001) reportam que empresas pagadoras de dividendos têm a tendência de serem maiores do que as empresas não pagadoras. No mercado brasileiro, Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005) demonstraram a influência do tamanho das empresas em sua PD.

4.1.3.5 Estabilidade da Política de Dividendos (EPD)

A ideia de se tomar como variável a Estabilidade da Política de Dividendos vem do trabalho de Lintner (1956). Desde então, muitos estudos demonstraram a tendência, principalmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. As empresas tendem a manter constantes as taxas de remuneração dos acionistas.

Como *proxy* indicativa da estabilidade dos dividendos, será utilizado o desvio-padrão do percentual de pagamentos acima do mínimo obrigatório do exercício da observação e dos três exercícios imediatamente anteriores ao exercício da observação. A variável é definida pela equação 7 abaixo.

A ideia central da utilização dessa variável nos modelos parte do pressuposto que empresas que pagaram acima do mínimo estabelecido em lei no ano anterior, teriam a tendência de manter o pagamento acima do mínimo no ano corrente. O mesmo ocorreria com as empresas que pagam apenas o mínimo.

$$EPD = \sigma(EXTRA_t, \dots, EXTRA_{t-3}) \quad (7)$$

4.1.3.6 Concentração (CONC)

Esta variável foi construída com base no trabalho de Alli, Khan e Ramírez (1993) e corresponde ao percentual de ações ordinárias do acionista majoritário. Seu cálculo está relatado na equação 8. O objetivo de utilizar essa variável é incluir na regressão o nível de poder que o controlador tem sobre a empresa. Alguns trabalhos encontraram evidências de que a concentração acionária está negativamente relacionada ao pagamento de dividendos, como por exemplo Carvalhal da Silva (2004), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Mota e Eid Junior (2010), Bellato, Silveira e Savoia (2006).

$$CONC = \frac{\% \text{ Ações ON Acionista Controlador}}{\% \text{ Ações ON Total}} \quad (8)$$

4.1.4 Resumo das Variáveis

A seguir apresentamos um quadro com o resumo das variáveis estudadas nesta pesquisa (Quadro 7).

Quadro 7 - Resumo das variáveis

Variável	Tipo de Variável	Mensuração da Prática de Governança	Sinal esperado	Classificação	Fonte de dados
EXTRA	Dependente	Percentual pago sobre o mínimo obrigatório		Numérica	Atas AGO
GC	Independente	Nível de Governança da BM&FBovespa	+ / -	Binária	Site Bovespa
AC.PREF	Independente	Existência de Ações Preferenciais	-	Binária	FR, itens 12.6/8
CEOxCHAIR	Independente	Segregação das funções de Presidente do Conselho e Diretor-Presidente	-	Binária	FR, itens 12.6/8

(Continua)

(Continuação)

Variável	Tipo de Variável	Mensuração da Prática de Governança	Sinal esperado	Classificação	Fonte de dados
----------	------------------	-------------------------------------	----------------	---------------	----------------

INDEP.CA	Independente	Percentual de conselheiros de administração efetivos declarados independentes	+	Numérica	Site Bovespa
EPD	Independente	Segmento de Listagem	+	Numérica	Atas AGO
L	Independente	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	+	Numérica	Economática
E	Independente	Nível de Endividamento	-	Numérica	Economática
T	Independente	Logaritmo Natural do Ativo Total	+	Numérica	Economática
I	Independente	Varição anual do Ativo Total	-	Numérica	Economática
CONC	Independente	Percentual de Ações ON do acionista Controlador	-	Numérica	Economática

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.1.5 Matriz de Correlação das Variáveis

Após a construção das variáveis, foi executado teste de correlação proposto por Pearson em 1987. Esse método é amplamente utilizado em testes de correlação entre as variáveis. O objetivo do teste é medir o grau de correlação entre duas variáveis. Conforme Gujarati (2000), a lógica de interpretação dos resultados desse teste pode ser feita da seguinte forma: Se o coeficiente encontrado for igual a 1, existe correlação linear perfeita entre as variáveis testadas. Se o coeficiente encontrado for igual a -1, indica correlação linear negativa perfeita entre as variáveis.

A Tabela 6 demonstra a Matriz Correlação entre as variáveis.

Tabela 5 - Matriz Correlação das variáveis

	GC	AC.PREF	CEOxCHAIR	INDEP.CA	EPD	L	E	T	I	CONC
GC	1,0000									
AC.PREF	-0,0741	1,0000								
CEOxCHAIR	-0,1187	0,0388	1,0000							
INDEP.CA	-0,1640	-0,4208	-0,0662	1,0000						
EPD	0,0235	-0,0895	0,0875	-0,0032	1,0000					
L	0,0625	-0,0951	0,0448	0,0625	-0,0648	1,0000				
E	-0,0439	0,0664	-0,0087	0,0092	-0,0750	0,1439	1,0000			
T	-0,4106	0,0619	0,1635	0,0294	-0,0520	0,0580	0,1299	1,0000		
I	-0,0402	-0,1320	-0,0660	0,1094	-0,0834	0,1419	0,2317	0,0675	1,0000	
CONC	0,1181	0,4268	0,0549	-0,3066	0,0088	-0,0060	0,0755	0,0055	-0,1467	1,0000

Fonte: Organizada pelo autor.

Os valores 1 e -1 se referem aos extremos que a correlação pode assumir. Gujarati (2000) sugere que os coeficientes sejam interpretados da seguinte forma:

se $0,00 < \rho^{\wedge} < 0,30$ = Fraca correlação linear;

se $0,30 \leq \rho^{\wedge} < 0,60$ = Moderada correlação linear;

se $0,60 \leq \rho^{\wedge} < 0,90$ = Forte correlação linear;

se $0,90 \leq \rho^{\wedge} < 1,00$ = Correlação linear muito forte.

De acordo com a classificação de Gujarati (2000), verifica-se que na amostra da presente pesquisa as variáveis possuem majoritariamente correlação linear fraca. Apenas três relações entre variáveis apresentam correlação moderada (*GC x T*, *AC.PREF x CONC* e *INDEP.CA x CONC*).

4.2.1 Estatística Descritiva das Variáveis

A Tabela 7 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis da amostra total da pesquisa. A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas da parcela da amostra a ser utilizada na regressão de dados em painel, que contempla apenas as observações cuja distribuição de dividendos foi feita em montante acima do valor mínimo obrigatório.

Tabela 6 - Estatísticas das variáveis da amostra total

Variável	Mínimo	Mediana	Média	Máximo	Desvio Padrão
EXTRA	0	0,3600	0,5651	14,2700	0,5868
GC	0	1,0000	0,5903	1,0000	0,4921
AC.PREF	0	1,0000	0,5257	1,0000	0,4997
CEOxCHAIR	0	1,0000	0,7510	1,0000	0,4327
INDEP.CA	0	0	0,1515	0,8333	0,2023
ROE	- 0,0604	0,1365	0,1464	0,3333	0,0939
T	6,2210	15,0400	15,0300	20,9900	1,8094
E	0,0007	20,3000	29,5500	96,2000	31,0892
EPD	0	0,0767	0,1159	30,4200	0,2918
I	- 0,1668	0,1171	0,1376	40,1000	0,1549
CONC	0,1000	50,3000	51,6800	100,000	27,6947

Fonte: Organizada pelo autor.

Tabela 7 - Estatísticas das variáveis da parcela da Amostra com pagamentos somente acima do mínimo obrigatório

Variável	Mínimo	Mediana	Média	Máximo	Desvio Padrão
EXTRA	0,0001	0,9408	0,8596	1,4270	0,5201
GC	0	1,0000	0,6313	1,0000	0,4829
ACOES.PREF	0	1,0000	0,5251	1,0000	0,4999
CEO.X.CHAIR	0	1,0000	0,7956	1,0000	0,4037
INDEPEND.CA	0	0,0625	0,1638	0,8333	0,2121
ROE	-0,0210	0,1410	0,1530	0,3333	0,0941
T	10,1100	15,2000	15,1900	20,9900	1,8992
E	0,0068	17,5000	29,3300	96,2000	31,3400
EPD	0	0,0951	0,1289	0,3042	0,1059
I	-0,1668	0,1064	0,1216	0,4010	0,1496
CONC	6,6000	50,7000	52,5400	100,0000	27,8477

Fonte: Organizada pelo autor.

4.4 REGRESSÃO DE DADOS EM PAINEL

Segundo Wooldridge (2002), a análise de dados em painel surgiu da necessidade de pesquisadores trabalharem com bases de dados que apresentassem características de *cross section* e também de séries de tempo.

De acordo com Diggle *et al.* (2002) dados de painel são particularmente adequados para investigação de mudanças no nível individual. Além disso, estudos longitudinais permitem a distinção entre o grau de variação na resposta para um indivíduo ao longo do tempo e a variação entre diferentes indivíduos, e com isso possibilitam um aumento na qualidade das interpretações de causalidade e das relações dinâmicas entre as variáveis.

Para Hsiao (2003), os modelos de dados em painel oferecem um gama de vantagens em relação aos modelos baseados apenas corte transversal ou de séries temporais, sendo que a principal vantagem associada a esse modelo é o controle da heterogeneidade dos indivíduos, como é o caso das empresas brasileiras, que apresentam características bem diferentes umas das outras. Outra vantagem, segundo o autor é que os dados em painel aumentam o número de graus de liberdade do modelo diminuindo a colinearidade entre as variáveis explicativas.

Segundo Fávero (2013), a regressão de dados em painel pode ser feita com base em diferentes estimadores, sendo que os mais comuns são estimadores com efeitos fixos (EF) e estimadores com efeitos aleatórios (EA). Conforme Woolridge (2006), a escolha entre um modelo e outro depende das características da amostra, pois apresentam premissas diferentes.

Em artigo no qual investigam qual modelo deve ser usado para cada tipo de amostra, Clark e Linzer (2015) afirmam que no meio acadêmico não existe consenso sobre qual modelo usar, se EF ou EA. Os autores sugerem que a opção por um modelo ou outro representa um *trade-off* entre um modelo com mais variância, porém com maior possibilidade de sujeição a vieses e um modelo mais seguro no que diz respeito aos vieses, porém com menor variância. Em sua conclusão, entretanto, os autores destacam que não veem razões para deixar de optar por um modelo mais significativo, ainda que esse modelo apresente algum grau de viés nos parâmetros de estimação, recomendando que se use o modelo de EA sempre que possível.

O estimador utilizado para a regressão de dados em painel nesta pesquisa é o estimador de efeitos aleatórios, que é denominado Mínimos Quadrados Generalizados (MQG). O conjunto de dados desta pesquisa caracteriza-se por ser um painel do tipo curto, isto é, há disponibilidade de uma quantidade grande de observações transversais (empresas) em poucos instantes longitudinais (tempo).

Outra característica da amostra estudada é que ela forma um painel desbalanceado, ou seja, não há dados disponíveis para todas as empresas em todos os anos. Isso se deve principalmente ao fato de nem todas as empresas terem apurado lucros em todos os exercícios do período pesquisado. Adicionalmente, há casos de empresas que foram constituídas depois do início de 2011 e de empresas que foram encerradas antes do final de 2013.

O modelo final da regressão de dados em painel é dado pela seguinte equação:

$$EXTRA = \beta + \beta GC_{ti} + \beta AC.PREF_{ti} + \beta CEO \times CHAIR_{ti} + \beta INDEP.CA_{ti} + \beta ROE_{ti} + \beta T_{ti} + \beta E_t + \beta EPD_{ti} + \beta I_{ti} + \beta CONC_{ti} + \varepsilon_{ti}$$

4.4.1 Teste de Multicolinearidade do Modelo

O primeiro procedimento executado foi verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis da regressão. A Multicolinearidade consiste em um problema comum em regressões, no qual as variáveis possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas. Segundo Gujarati (2000), o indício mais claro da existência da multicolinearidade é quando o R^2 é bastante alto, mas nenhum dos coeficientes da regressão é estatisticamente significativo segundo a estatística t convencional. As consequências da multicolinearidade em uma regressão são a de erros-padrão elevados no caso de multicolinearidade moderada ou severa e até mesmo a impossibilidade de qualquer estimação se a multicolinearidade for perfeita.

Com intuito de testar se havia multicolinearidade entre as variáveis do modelo, foi aplicado teste de fator de inflação da variância (FIV), que observa a velocidade com que as variâncias e covariâncias podem ser vistas. Como regra prática, o FIV é indicativo de problemas de multicolinearidade se $FIV > 10$ (GUJARATI, 2000). O quadro 10 apresenta os resultados obtidos no teste FIV.

Quadro 8 - Teste FIV

VARIÁVEL	FIV	1/FIV
GC	1,5894	0,6292
ACOES.PREF	1,4264	0,7011
CEO.X.CHAIR	1,0569	0,9462
INDEPEND.CA	1,3463	0,7428
L	1,0991	0,9099
T	1,1758	0,8505
E	1,1137	0,8979
STAND.DEV	1,0471	0,9551
I	1,0907	0,9169
CONC	1,2897	0,7754

Fonte: Elaborado pelo autor.

No modelo apresentado percebe-se que não há indícios de multicolinearidade, ou seja, nenhuma das variáveis independentes possui associações lineares idênticas ou quase idênticas, visto que os valores de FIV são todos inferiores a 10.

4.4.2 Resultados da Regressão

Para a aplicação da técnica de regressão de dados em painel, conforme destacado no item 4 desta pesquisa, foi utilizada a parcela da amostra composta apenas pelas observações nas quais ocorreu pagamento acima do mínimo obrigatório. Assim, a regressão foi executada sobre 499 observações. Os resultados estão demonstrados na Tabela 8 abaixo:

Tabela 8 - Resultado da Regressão de Dados em Painel

Variável	Coefficientes	Desvio Padrão	t value	p value
(Intercepto)	0,73072751	0,25346575	28,8290	0,004114 **
GC	-0,11314062	0,07551366	-14,9830	0,134707
AC.PREF	-0,17140499	0,06998902	-24,4900	0,014675 *
CEOxCHAIR	0,01092819	0,07360400	0,1485	0,882031
INDEP.CA	0,17145308	0,16632512	10,3080	0,303131
ROE	0,44981276	0,25274144	17,7970	0,075742 .
T	-0,00613787	0,01683353	-0,3646	0,715552
E	0,00039396	0,00055311	0,7123	0,476635
EPD	1,50237459	0,21260876	70,6640	5,52E-09 ***
I	-0,28950501	0,12111157	-23,9040	0,017208 *
CONC	0,00160092	0,00113009	14,1660	0,15723

Códigos de significância: 0 '****' 0.001 '***' 0.01 '**' 0.05 '.' 0.1 '.' 1

Soma total dos quadrados: 60,704

Soma dos quadrados dos resíduos: 52,252

R²: 0,14182

R² Ajustado: 0,1387

Estatística F: 7,89392 em 10 e 488 graus de liberdade, p-valor: 8,289e-12

Fonte: Elaborada pelo autor.

Da tabela, primeiramente verifica-se que a *estatística F* apresenta p valor < 0,05. Nesse caso rejeitamos a hipótese nula de que os interceptos são todos iguais (WOOLDRIDGE, 2002), evidenciando a presença de efeitos de painel e que os resultados são estatisticamente significantes. Essa estatística em conjunto com o resultado do *R² ajustado* do modelo permite dizer que o modelo explica 13,87% das variações na vontade de pagar das empresas.

Esta pesquisa identificou que o nível de GC em que está listada a empresa, de acordo com os parâmetros estabelecidos pela BM&FBovespa, não reflete sua política de dividendos, não permitindo concluir se as empresas listadas na BM&FBovespa

utilizam dividendos para controlar os custos de agência decorrentes do excesso de fluxo de caixa na mão dos gestores.

O nível de GC em que estão listadas na BM&Bovespa tem sido usado como *proxy* para governança nos trabalhos que investigam a relação de GC com dividendos, sendo que na maioria desses trabalhos que utilizam essa *proxy* foram encontradas evidências que sugerem haver influência do segmento de listagem na BM&FBovespa com a distribuição de lucros aos acionistas, como por exemplo os resultados de Zagonel e Terra (2013) Vancin e Procianoy (2014).

Diferentemente da expectativa inicial, os resultados do painel de dados da presente pesquisa sugerem que o fato de estar listada em níveis diferenciados de GC não afeta a PD das empresas no que tange à decisão do quanto acima do mínimo pagar. Tal fato pode ser explicado pela heterogeneidade das empresas listadas em cada nível no que diz respeito ao seu estágio de adoção de boas práticas de GC, pois verificou-se que existem empresas listadas no segmento Tradicional que preenchem a maioria dos requisitos para aderir a níveis de governança mais avançado.

Os resultados encontrados na presente pesquisa estão alinhados com os resultados de Ribeiro *et al* (2013), na medida em que não foram encontradas evidências que suportassem a hipótese de que o segmento de listagem nos quais estão listadas afeta a distribuição de dividendos da Empresas listadas na BM&FBovespa.

A uma significância de 5%, os resultados dos testes indicam que o fato de possuir ações preferenciais na composição de seu capital social afeta negativamente a decisão das empresas de quanto acima do mínimo pagar aos acionistas. O fato de que os controladores tendem a distribuir menos dividendos nas empresas nas quais há negociação de ações preferenciais sugere a existência de conflito de agência na medida em que, no mercado brasileiro, as Ações Preferenciais têm como principal característica o fato de não conferirem direito a voto a seu portador e de conferirem direitos privilegiados em relação ao pagamento de dividendos.

Importante notar o alinhamento desse resultado com o estudo de Carvalho da Silva (2003). O fato de empresas com emissão de ações preferenciais distribuírem menos dividendos sugere que existe expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores tomadores de decisão, evidenciando a existência do conflito de interesse entre acionistas.

Ainda, as evidências encontradas sugerem que a acumulação de cargo de diretor executivo e presidente do CA não impacta na decisão de quanto acima do mínimo obrigatório as empresas distribuem sob forma de dividendos, não tendo sido esse fator significativamente representativo para explicar qual o tamanho da *vontade de pagar* nas empresas que pagam acima do mínimo. Esses resultados vão de encontro aos resultados obtidos por Forti *et al* (2015), que investigou os determinantes dos pagamentos de dividendos no mercado brasileiro encontrando evidências de que a separação da função de CEO e Presidente do Conselho tem influência positiva na decisão de pagar dividendos por parte das Empresas.

Em relação ao grau de independência do CA, a expectativa era de que quanto mais conselheiros independentes o CA apresentasse, mais poder de decisão teriam os acionistas minoritários e, portanto, mais dividendos seriam distribuídos. Entretanto, o número de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros de administração só é relevante na decisão de pagar acima do mínimo, conforme pode se notar com base nas estatísticas descritivas da presente pesquisa, não sendo estatisticamente influente na decisão do quanto acima desse mínimo pagar.

Em conformidade com as expectativas iniciais, no modelo testado verificou-se que as oportunidades de investimento têm relação inversa com a decisão pagamento de dividendos, tendo sido significantes estatisticamente a 5%. Isso significa dizer que as empresas tendem a reter lucros para financiar seus projetos de investimento quando há oportunidade para tal. Os resultados corroboram os estudos de Iquiapaza, Lamounier & Amaral (2006), Decourt & Procianoy (2012) e Vancin & Procianoy (2014).

O estudo permitiu ainda identificar que o comportamento das empresas em relação à distribuição de dividendos guarda estreita relação com os dividendos de exercícios anteriores. Esses resultados estão em linha com a proposição de Lintner (1956), quando afirmou os dividendos presentes são determinados pelo dividendo passado e pelos lucros atuais. Desde esse estudo, muitos estudos demonstraram a tendência, especialmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. Os resultados também são consistentes com os resultados de Heineberg e Procianoy (2003) e Vancin e Procianoy (2014).

As demais variáveis utilizadas no modelo (tamanho, endividamento e concentração acionária) não apresentaram significância estatística que sugerisse influência na tomada de decisão do montante a pagar acima do mínimo pelas empresas listadas na BM&FBovespa. Esses resultados não foram consistentes com

as teorias de finanças, em especial o trabalho de Fama e French (2001), que demonstrou a relação inversa entre a endividamento e concentração acionária e o pagamento de dividendos. No mercado brasileiro, os resultados obtidos nos trabalhos de Carvalhal da Silva (2004), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e Mota e Eid Junior (2010) também sugerem essa relação negativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo medir a influência das melhores práticas de Governança Corporativa na Política de Dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa sob a perspectiva da *vontade de pagar*, representada pela parcela do lucro líquido ajustado do exercício que não está obrigada por lei a ser distribuída a seus acionistas.

Trabalhar com os dividendos pagos acima do mínimo obrigatório permitiu com que se investigasse a *vontade de pagar* das empresas. As conclusões apresentadas aqui são relevantes e contribuem para a literatura de Dividendos e de Governança Corporativa no mercado brasileiro.

Foi possível identificar evidências que apontam que algumas práticas específicas de GC influenciam a Política de Dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa. Na medida que as práticas de GC se mostraram relevantes para explicar o pagamento de dividendos, esses resultados sugerem que as relações de agência e os conflitos de interesse desempenham papel importante na tomada de decisão das companhias.

Resta claro que a GC ainda é um tema a ser melhor explorado pelas empresas brasileiras, uma vez que muitas empresas, ao mesmo tempo que demonstram preocupação com determinadas práticas de GC, apresentam indícios de que o fazem por cumprimento de obrigação legal. Esse fato é identificável quando verificamos que as empresas listadas em segmentos de GC mais acentuados cumprem as regras de adesão a esses níveis no seu patamar mínimo exigido.

Como sugestões para novas pesquisas, julgamos importante investigar se outras práticas específicas de GC têm relação com o pagamento de dividendos nas empresas, tais como a concessão de *Tag Along*, o nível de *disclosure* de informações, a presença de Conselho Fiscal nas empresas e a aderência às normas internacionais de contabilidade (IFRS). Outro ponto de interesse que merece ser pesquisado é o papel que segmentos de listagem da BM&FBovespa exercem na redução de risco aos minoritários e investidores, já que não foi possível identificar relevância do enquadramento da empresa no retorno em dinheiro ao acionista. Sugere-se ainda que seja pesquisado o papel de outros fatores de natureza não financeira na política de dividendos das empresas, como por exemplo o setor de atuação da empresa, a maturidade da empresa.

6 REFERÊNCIAS

ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. **Payout policy**. North-Holland: North-Holland Handbook of Economics, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11. ed São Paulo: Atlas, 2012.

BACHMANN, Ramon Kael Benassi; AZEVEDO, Sayuri Unoki de; CLEMENTE, Ademir. Regularidade no pagamento de dividendos e governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago. 2012.

BAKER, H. Kent; GAIL, E. Farrelly; RICHARD, B. Edelman. A survey of management views on dividend policy. **Financial management**, v. 14, n. 3, p. 78-84, Autumn, 1985.

BAKER, H. Kent; POWELL, Gary E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 2, p. 17-35, mar. 1999.

BARBOSA, Francisco Vidal; CAMARGOS, Marcos Antônio de. A adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária? Evidências Empíricas do Mercado Brasileiro. **Revista de Gestão da USP (REGE)**, São Paulo, v.17, n.2, p.189-208, abr/jun 2010.

BARNETT, Vic. Outliers in sample surveys. **Journal of Applied Statistics**, v. 21, n. 5, p. 373-381, 1994.

BELLATO, Leticia Lancia Noronha; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-2274-resumo.html>>. Acesso em: 02 mar. 2015.

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

BERNSTEIN, Peter L. Dividends: The Puzzle. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n.1, p. 16-22, 1996.

BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy. **Bell Journal of Economics**, Santa Monica, CA, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.

BLACK, Fischer. The Dividend Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, New York, v. 2, n. 2, p. 5-8, winter 1976.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of financial economics**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974.

BOULTON, Thomas Jason; BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. Payout Policy in Brazil: Dividends Versus Interest on Equity. **Journal of Corporate Finance**, Athens, GA, v. 18, n. 4, 2012.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 14 mar. 2015.

BRASIL. **Lei nº 9.249, 26 dezembro de 1995**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 14 mar. 2015.

BRASIL. **Decreto nº 3.000, 26 março de 1999**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm>. Acesso em: 14 mar. 2015.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./dez. 2004.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. São Paulo: Mauad Editora Ltda, 2005.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CLARK, Tom S.; LINZER, Drew A. Should i use fixed or random effects? **Political Science Research and Methods**, Cambridge, v. 3, n. 2, p. 399-408, 2015.

COKER, Timothy James Eric. **Corporate Governance and Payout Policy: an Analysis of the Impact of the Sarbanes-Oxley Act**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Department of Accountancy and Finance, University of Otago, Nova Zelândia, 2012.

DeANGELO, Harry; DeANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. **Journal of financial Economics**, n. 40, v. 3, p. 341-371, 1996.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 461-498, dez. 2012.

DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of financial economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.

Diggle, Peter J. *et al.* **Analysis of longitudinal data**. 2. ed. Oxford: Oxford Univ. Press, 2002.

EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, sep. 1984.

FABRETTI, L. C. **Contabilidade Tributária**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

FAMA, Eugene F. Multiperiod consumption-investment decisions. **The American Economic Review**, v. 60, n. 1, p.163-174, 1970.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.

FARRE-MENSA, Joan; MICHAELY, Roni; SCHMALZ, Martin C. **Payout Policy**. Ross School of Business, Paper n. 1227, 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Panel data in accounting and finance: theory and application. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 127, 2013.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **Revista de Administração de Empresas**, Rio de Janeiro, v. 44, n. 4, p. 54-67, out./ez. 2004.

GORDON, M.J. Dividends, earnings and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**. Harvard, v. 41, n. 2, part .1, p. 99-105, may 1959.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni. The information content of share repurchase programs. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 651-680, 2004.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. São Paulo: Makron, 2000.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo Laser. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003. **Anais....** Atibaia: ANPAD, 2003.

HESS, Patrick J. The ex-dividend day behavior of stock returns: further evidence on tax effects. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 2, p. 445-456, 1982.

HSIAO, Cheng. **Analysis of panel data**: Econometric Society monographs. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Relatório Cadbury – Código de Práticas Recomendáveis**. São Paulo, 1998. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=13>>. Acesso em: 20 ago. 2015.

IQUIAPAZA, Robert A.; BARBOSA, F. V.; BRESSAN, A.A. Dividendos: plano real, imposto de renda e sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003. **Encontro Brasileiro de Finanças, 5. Anais...**, 2005.

IQUIAPAZA, Robert; LAMOUNIER, Wagner; AMARAL, Hudson. **Assimetria de informações e pagamento de proventos na Bovespa**. Munich: University Library of Munich, 2006.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.

JENSEN, Gerald R.; SOLBERG, Donald P.; ZORN, Thomas S. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of financial and Quantitative analysis**, v. 27, n. 2, p. 247-263, 1992.

JOHN, Kose; KNYAZEVA, Anzhela. **Payout policy, agency conflicts, and corporate governance**. Agency Conflicts, and Corporate Governance, may, 2006.

KALAY, Avner; MICHAELY, Roni. Dividends and taxes: A re-examination. **Financial management**, p. 55-75. 2000.

KOCH, Paul D.; SHENOY, Catherine. The information content of dividend and capital structure policies. **Financial Management**, p. 16-35, 1999.

KOSTYUK, Alexander N.; BRAENDLE, Udo C.; APREDA, Rodolfo. **Corporate governance**. Ukraine: Virtus Interpress, Sumy, 2007.

LANG, Larry H. P.; LITZENBERGER, Robert H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?. **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 1, p. 181-191, 1989.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 58, p. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dec. 1998.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; VALADARES, Silvia Mourthé. "Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto." **Revista de Administração Contemporânea** v. 6 n. 1, p.7-18, 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas - eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul./dez. 2003.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p.243-269, ago. 1962.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. **Journal of financial economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 14, n. spe, p. 39-53, out. 2003.

MARQUES, V. A. *et al.* Relação entre níveis de governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 4-26, 2015.

MARTINS, Andressa Iovine; FAMA, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, fev. 2012.

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

MILLER, Merton H.; SCHOLES, Myron S. Dividends and taxes. **Journal of financial economics**, v. 6, n. 4, p. 333-364, 1978.

MILLER, Merton H. Behavioral rationality in finance: The case of dividends. **Journal of Business**, p. 451-468, 1986.

MORCK, Randall K.; STEIER, Lloyd. **The Global History of Corporate Governance**: an introduction. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2005.

MOREIRA, L. F.; PROCIANOY, J. L. Recompra de Ações na BOVESPA. Congresso ABAMEC, *Anais*. 2000.

MOTA, Daniel Camarotto; EID JUNIOR, Willian. Dividendos. juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34. **Anais...** Rio de Janeiro, 2010.

MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of financial economics**, n. 5, v. 2, p. 147-175, 1977.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicolas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 13, n. 2, p. 187-221, jun. 1984.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO-OECD. G20/OECD. **Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing. Paris, 2015.

PEREIRA, Antonio N.; VILASCHI, Augusto. Governança Corporativa e Contabilidade: explorando noções e conexões. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4. **Anais...** Vitória, 2006. p. 102-117.

PROCIANOY, J. L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.

PROCIANOY, J. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 19. **Anais...** 1995.

PROCIANOY, J.; COMERLATO, G. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, p. 30-35, 1994.

PROCIANOY, Jairo Laser. Dividendos e tributações: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 2, 1996.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORRENBARGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 122-146. mar. 2004.

PROCIANOY, Jairo Laser. A política de dividendos e o preço das ações. **Gestão de investimentos e fundos**, Rio de Janeiro, p. 39-164, 2006.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2 determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

RIBEIRO, Mariana Almeida; DIAS FILHO, José Maria; CARVALHO JÚNIOR, César Valentim de Oliveira; ALMEIDA, Catarina Salume Lusquinhos; SANTOS, Enoque Barbosa dos. Um Estudo sobre a Associação Entre Práticas de Governança

Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 10. **Anais...** Rio de Janeiro, 2013.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford D. .
Fundamentals of corporate finance. Tata McGraw-Hill Education, 2008.

WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. **Administração Financeira**. 2. ed.
10. reimpr. São Paulo. Atlas, 2010.

ROZEFF, Michael S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of financial Research**, v.5, n. 3, p. 249-259, 1982.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SARLO NETO, Alfredo *et al.* O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 37, p. 46-58, jan./abr. 2005.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p.737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVA, M. C. C.; GALVÃO, K.; SANTOS, J. F. dos; SOUZA, B. C. de. Política de Dividendos: Análise das Empresas que Compõem os Índices Amplo, Setorial e de Governança da BM&F BOVESPA de 2010 a 2012. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, p. 1-29, 2015.

SILVA, Silvia Marques de Brito e. The influence of agency costs on the dividend policy of Brazilian listed companies. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SIQUEIRA, Tagore Villarim. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 10, 1998.

SIQUEIRA, A. B; KALATZIS, A. E. G; TOLEDO, F. M. B. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista ANPEC**, v. 8, p. 2- 22, 2007

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 4, p. 635-674, dez. 2005.

VALADARES, Sílvia Mourthé. **Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil**. 1998. Tese (Doutorado em Economia) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica/RJ, 1998.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo P. C. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. 2000.

VANCIN, Daniel; PROCIANOY, Jairo L. Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14., 2014. **Anais...** Sociedade Brasileira de Finanças, 2014.

VERMAELEN, Theo. Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 19, p. 163-181, 1984.

WALTER, James E. Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 280-291, may 1963.

WELLS, Harwell. The Birth of Corporate Governance. **Seattle University Law Review**, Seattle, v. 33, n. 4, p. 1247, 2010.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

ZAGONEL, Timóteo; TERRA, Paulo. Política de Dividendos, Tributação e Governança Corporativa no Brasil. In: XXVII ENCONTRO DA ANPAD, **Anais...** Rio de Janeiro, 2013.