

GOVERNANÇA CORPORATIVA E PAGAMENTO DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO EMPÍRICO EM EMPRESAS LISTADAS DA BM&F BOVESPA

RODRIGO LEITE FARIAS DE ARAÚJO

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO PARANÁ (IFPR)
rodrigoms27@gmail.com

MARIANE BEZERRA NÓBREGA

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO PARANÁ (IFPR)
marianenobrega1@gmail.com

Introdução

Os mercados financeiros mundiais possuem estruturas próprias de funcionamento. Comumente, a forma de funcionamento desses mercados está ligada, principalmente, às legislações específicas e ao nível de desenvolvimento econômico e institucional. Em países que possuem uma baixa proteção, os investidores possuem uma menor capacidade de persuadir as empresas a devolver um excedente de fluxo de caixa, o que implica em um menor índice de pagamento de dividendos por parte das empresas localizadas em países de alta proteção, independente das oportunidades de crescimento e outros custos de agência.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Dada a perspectiva evidenciada na literatura que relaciona Governança Corporativa e a política de dividendos, surge a seguinte questão: Caso haja relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e a política de dividendos, qual o sentido dessa relação e a qual teoria a mesma se adequa? Assim, o objetivo geral deste trabalho é analisar a possível relação entre a política de dividendos das empresas e a adoção de práticas de governança corporativa, através da comparação entre empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e empresas listadas no MT.

Fundamentação Teórica

Ferreira Junior et al. assinalam que problemas de agência interferem diretamente na política de dividendos de uma empresa. E de acordo com Gordon e Dietz (2006), os custos de agência acarretam na distribuição de dividendos. Entretanto, Lintner (1956), sob o ponto de vista do conflito de agência, os gestores poderiam preferir reter lucros ao invés de distribuí-los, para maximizar seu próprio bem-estar.

Metodologia

Analisaram-se os dados obtidos a partir do banco de dados da Plataforma Economatica®, através da utilização de softwares estatísticos. A população consistiu-se de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BM&F BOVESPA. A amostra foi composta por companhias pertencentes aos níveis de governança definidos como Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e às pertencentes ao Mercado Tradicional, abrangendo os anos de 2008 a 2015. Como procedimentos metodológicos, utilizou-se o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, para comparação de médias, e o teste de Mann-Whitney.

Análise dos Resultados

O resultado do teste de Kruskal-Wallis, utilizado para análise estendida a todos os segmentos, rejeitou a hipótese de igualdade entre as médias de distribuição de dividendos dos quatro segmentos comparados para todos os anos analisados. De forma semelhante, o resultado do teste de Mann-Whitney rejeitou a hipótese de igualdade da média de distribuição de dividendos entre o MT e o NM e entre o MT e o agregado de empresas com práticas de governança corporativa (N1, N2 e NM juntos).

Conclusão

Constatou-se com os resultados da análise estendida a todos os segmentos, que pode-se rejeitar a hipótese de igualdade da média de distribuição de dividendos entre o MT e o NM e entre o MT e o agregado de empresas com práticas de governança corporativa. Assim, se entende que a adesão ao nível mais alto de governança corporativa, que, teoricamente, apresenta as melhores práticas da mesma, ou mesmo a qualquer outro nível de governança (N1 ou N2), pode ocasionar alterações na política de dividendos das empresas.

Referências

- EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, p. 650-659, 1984.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, R.; LOPES, S. F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, Malden, v.52, n.2, p.737-783, 1997.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E PAGAMENTO DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO EMPÍRICO EM EMPRESAS LISTADAS DA BM&F BOVESPA

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem despertado grande interesse do mercado em função das mudanças ocorridas no cenário mundial, dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, como os casos da Enron, Parmalat e WorldCom, e com a criação de leis, como a Sarbanes-Oxley. Todo esse processo tem impactado e promovido mudanças nas diretrizes e práticas da governança em diversos países. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que em países desenvolvidos, como os Estados Unidos, Alemanha, Japão e Reino Unido, a governança corporativa é considerada de ótima qualidade, o que, todavia, não indica que está correta ou que não precise sofrer reformas com o intuito de melhorá-la. Em contrapartida, até a década de 1990, em países menos desenvolvidos a governança corporativa era considerada praticamente inexistente (SHLEIFER E VISHNY, 1997).

Nesse sentido, questões relacionadas à governança corporativa, seus modelos e práticas tem se tornado cada vez mais relevantes, dada a separação entre a propriedade e o controle e outros aspectos relacionados à proteção dos investidores, como sistemas legais fracos em alguns países. Dessa forma, os interesses dos acionistas tornam-se muitas vezes prejudicados, em virtude da divergência entre seus interesses e os dos gerentes, o que marca o chamado “conflito de agência”. Estudos sobre esse assunto vêm ganhando espaço desde o trabalho de Berle e Means (1988), tendo se expandido consideravelmente nas últimas décadas como consequência, principalmente, de escândalos financeiros em empresas de diversos países desenvolvidos.

Existem diferentes óticas sobre a governança corporativa que podem ser consideradas de acordo com o problema de agência. Assim, no que se refere ao caráter legal, as políticas de proteção aos investidores envolvem os sistemas legais dos países. Quando esses sistemas são considerados fracos, tornam-se cada vez mais necessárias boas práticas de governança, de modo que o próprio mercado pode estabelecer formas de proteção (CARVALHO, 2002).

No Brasil, de acordo com Vieira e Mendes (2006), assim como em outros países em desenvolvimento, o sistema legal é considerado fraco, fazendo com que haja uma maior necessidade de reduzir os riscos dos investidores. Com o objetivo de suprir essa necessidade de proteção aos investidores e reduzir a assimetria informacional entre as empresas e os mesmos, a BM&F Bovespa criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa, aos quais as empresas de capital aberto podem aderir de forma contratual, de acordo com as práticas de governança que as mesmas utilizam.

Em relação aos dividendos distribuídos aos acionistas, La Porta *et al.* (2000) afirmam que uma das respostas para as questões relativas à política de dividendos é que a mesma está relacionada aos problemas de agência existentes entre gestores da firma e acionistas. Dessa forma, com o intuito de reduzir os conflitos de agência, a governança corporativa tende a estimular uma política de dividendos propensa a recompensar o investidor através de maiores percentuais de distribuição, pela aplicação do seu capital na empresa.

Dada a perspectiva evidenciada na literatura que faz conexão entre a Governança Corporativa e a política de dividendos, surge a seguinte questão: Caso haja relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e a política de dividendos, qual o sentido dessa relação e a qual teoria a mesma se adequa? Assim, o objetivo geral deste trabalho é analisar a possível relação entre a política de dividendos das empresas e a adoção de práticas de governança corporativa, através da comparação entre empresas listadas nos níveis

diferenciados de governança corporativa e empresas listadas no Mercado Tradicional da BM&F BOVESPA, durante o período de 2008 a 2015.

Esta pesquisa justifica-se pelo fato da necessidade de os agentes superavitários da economia obterem diretrizes para garantir uma maior proteção e remuneração do capital investido, ao gerar informações que possam nortear as decisões de investimento. Além disso, a pesquisa contribui para a literatura sobre o tema, ao relacionar os níveis de governança corporativa e o mercado tradicional à política de dividendos, dado que foram encontrados poucos trabalhos analisando essa relação.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define a governança corporativa como um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e monitoradas, envolvendo acionistas, cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. De forma complementar, Shleifer e Vishny (1996) definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores de capital garantem que obterão para si o retorno sobre o valor investido.

Dentro dessa perspectiva, o foco da governança corporativa é o de minimizar os problemas de agência, através de diretrizes que aumentem a transparência, com o intuito de expandir a proteção aos investidores e credores. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão do agente. Dessa forma, a governança corporativa busca assegurar que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis, sendo esse um dos principais meios para a redução dos conflitos de agência (BUSHMAN; SMITH, 2003; LOPES; MARTINS, 2005).

A ideia de que a governança corporativa visa minimizar a problemática de agência, tornando o mercado de capitais mais transparente e seguro, é corroborada por Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012), que argumentam que o Brasil possui um modelo institucional fraco, pois o arcabouço legal não garante a efetividade das promessas de melhores práticas. Dentro desse contexto, a governança surge como meio pelo qual o mercado pode adquirir legitimidade perante o investidor.

Como forma de incentivar boas práticas de governança corporativa no mercado de capitais do Brasil, a BM&F BOVESPA, em dezembro de 2000, criou os níveis de governança corporativa. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e às próprias empresas (PROCIANOY; VERDI, 2009). Silva, Nardi e Pimenta Júnior (2012) encontraram evidências de que a migração para os níveis diferenciados é percebida e valorizada pelo mercado, sendo refletida no preço das ações.

Os níveis diferenciados de governança corporativa são divididos em: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo que cada nível possui regras específicas para adesão e permanência. As empresas que não fazem parte dos segmentos de governança corporativa da BM&F BOVESPA são listadas no Mercado Tradicional, assim, não possuem nenhuma exigência relacionada a práticas de governança.

As empresas que compõem o Nível 1 se comprometem em realizar melhorias na prestação de informações ao mercado e em relação à dispersão acionária. Tais companhias têm como obrigações adicionais a complementação das Informações Trimestrais e Anuais e a permanência de uma parcela mínima de 25% de ações em circulação no mercado.

As empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa seguem as regras aplicadas ao Nível 1 e mais um conjunto de práticas relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Possuem como obrigações adicionais a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais (IFRS ou USGAAP), possuir um Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros, com mandatos de até 2 (dois) anos, e possuir, no mínimo, 20% de conselheiros independentes.

No Novo Mercado exige-se que as empresas se comprometam a seguir as práticas dos Níveis 1 e 2 de governança. As empresas listadas nesse segmento só podem emitir ações ordinárias e devem possuir um *tag along* de 100%, sendo esse o nível mais exigente com relação a práticas de governança.

2.2 Pagamento de Dividendos

A política de dividendos compreende, pela ótica empresarial, a decisão de pagar dividendos aos acionistas (maximizando a riqueza do investidor) ou reter os fluxos de caixa gerados no período, para possíveis investimentos. Dentre as teorias que buscam explicar a política de distribuição de dividendos, pode-se dizer que ainda não houve consenso sobre a importância de tal política na valorização do valor de mercado de uma companhia (PROCIANOY; VERDI, 2003).

Na literatura, a distribuição de dividendos por parte das empresas é analisada por escolas de pensamento muito distintas. A Teoria da Irrelevância dos dividendos, de Miller e Modigliani (1963), afirma que os dividendos não são relevantes, pois não possuem a capacidade de afetar o valor da empresa. Contudo, essa teoria se baseia em hipóteses de mercado eficiente e isenção de impostos, riscos e custos de transação. Para M&M, a capacidade de gerar lucros e o risco inerente a seus ativos é que determinam se a empresa tem potencial de expandir seu valor de mercado. Pinches (1987) argumenta que as premissas de M&M são muito restritivas quanto às práticas de mercado e, dessa forma, se posiciona contra a neutralidade da política de dividendos.

Dentro de outra perspectiva, defende-se a relevância do pagamento de dividendos. Lintner (1956) argumenta que as decisões de dividendos representam o primeiro passo para situações que demonstram que há uma crença, por parte dos gestores, de que os acionistas preferem uma taxa de pagamento estável e que o mercado estabelece um prêmio por essa estabilidade ou sobre um crescimento gradual na taxa de dividendos. Para Gordon (1959), as empresas com pagamentos expressivos de dividendos sofrem menos riscos, em relação à volatilidade no preço das ações. Isso porque os investidores que possuem incerteza sobre o futuro e aversão ao risco tendem a preferir o ganho com dividendos à expectativa de ganho com a valorização de mercado. Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), essa teoria da relevância da política de dividendos defende que o valor da empresa será maximizado por um alto índice de distribuição de dividendos, porque os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que os potenciais ganhos de capital.

No ponto de vista da Teoria da Agência, segundo Costamarques e Conde (2000) existe uma delegação de poder do principal ao agente. Os autores argumentam que a teoria aponta para possíveis conflitos entre esses agentes, levando-se em consideração a busca pela maximização da utilidade. Se o agente usa a política de dividendos como forma de redução de conflitos com acionistas, a mesma torna-se fator relevante na determinação de quais financiamentos serão usados para investimentos a serem efetuados pela entidade, não havendo, portanto, liberdade de escolha ou, ainda, independência entre decisões de políticas de investimento e de financiamentos. Lloyd, Jahera e Page (1985) pesquisaram o custo de agência como um fator explicativo da relação de *payout* e os resultados mostraram que tanto

custos de agência quanto o tamanho da empresa influenciam no *payout* de dividendos, sendo, portanto, relevantes.

Além disso, o pagamento de dividendos é instrumento de transmissão de informações, que muitas vezes são repassadas pelos gestores. Nesse sentido, Black (1976) argumenta que o aumento no pagamento de dividendos poderá sinalizar ao mercado um aumento no fluxo de caixa e desempenho. Por outro lado, uma redução na distribuição de dividendos poderá sinalizar ao mercado um mau desempenho da organização. Nesse sentido, é defendido que uma ampliação ou diminuição no pagamento de dividendos influencia positivamente ou negativamente na cotação da ação. Aharony e Swary (1980) estudaram a distribuição de dividendos como instrumentos a serem utilizados pela gerência para transmitir informações prospectivas ao mercado. As evidências encontradas sugerem apoio à teoria da sinalização.

Um dos maiores argumentos contra a distribuição de dividendos está relacionado a questões tributárias. Isso porque, segundo Miller e Scholes (1978), os dividendos possuem uma tributação superior ao próprio ganho de capital. Dessa forma, o investidor tenderia a vender parcialmente suas ações com o intuito de “fabricar” seu próprio dividendo. As empresas, ao constatarem essa situação, poderiam optar por distribuir seus fluxos de caixa excedentes através da recompra de ações, o que tenderia a ser mais atraente para os acionistas, do ponto de vista tributário. A pesquisa realizada por Chaplinsky e Seyhun (1990) constatou que os investidores fazem suas escolhas entre dividendos e ganhos de capital levando em conta as suas condições de isenção ou adiamento de pagamento quanto à questão tributária.

Quando os tributos são aplicados de maneira diferenciada, surge a hipótese do efeito clientela, pois os investidores, ao constatarem que uma empresa paga impostos sobre os dividendos de maneira excessiva, tendem a buscar empresas que distribuem poucos dividendos, de forma que as que possuem uma alíquota de imposto considerada baixa tendem a ser demandadas pelos agentes que desejam um dividendo *yield* elevado (MILLER; MODIGLIANI, 1961). No Brasil, segundo Procianny e Verdi (2003), inexistiu o efeito clientela, pois se evidenciou uma imperfeição nos ajustes dos preços nas datas *ex-dividend*.

2.3 Relações entre a Governança Corporativa e a Política de Dividendos

Os mercados financeiros mundiais, especificamente o de capitais, possuem estruturas próprias de funcionamento. Comumente, a forma de funcionamento desses mercados está ligada, principalmente, às legislações específicas e ao nível de desenvolvimento econômico e institucional. Em países que possuem uma baixa proteção, os investidores possuem uma menor capacidade de persuadir as empresas a devolver um excedente de fluxo de caixa, o que implica em um menor índice de pagamento de dividendos por parte das empresas localizadas em países de alta proteção, independente das oportunidades de crescimento e outros custos de agência (BARTRAM *et al.*, 2012).

Assim, os dividendos podem ser muito importantes para reduzir os custos de agência, pois, mantendo a companhia no mercado de capitais, o monitoramento dos gestores tem um custo menor, aumentando também o número de investidores que irão avaliar a gestão dos agentes. Isso traz uma boa possibilidade de se entender por quê as companhias pagam dividendos (EASTERBROOK, 1984).

De forma complementar, Ferreira Junior *et al.* assinalam que problemas de agência interferem diretamente na política de dividendos de uma empresa. De acordo com Gordon e Dietz (2006), os custos de agência acarretam na distribuição de dividendos. Entretanto, Lintner (1956), sob o ponto de vista do conflito de agência, afirma que os gestores poderiam preferir reter lucros ao invés de distribuí-los, para maximizar seu próprio bem-estar.

Rabelo *et al.* (2007) argumentam que a adoção de melhores práticas de governança corporativa pode gerar um aumento no valor da ação de uma empresa, reduzindo seu custo de

capital, e essa redução dos custos para adquirir recursos pode gerar maiores retornos sobre os investimentos e maiores dividendos para os acionistas.

Ademais, o estudo de Silva (2004) indica a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a governança corporativa e a política de dividendos das empresas. Os resultados do estudo de Bellato, Silveira e Savoia (2006) sugerem que quanto maior a concentração de propriedade (possivelmente encontrada em empresas do Mercado Tradicional), menor a distribuição de dividendos das empresas.

Procianoy (1995) relacionou política de dividendos e governança corporativa através de uma análise de conflitos de agência entre controladores e minoritários em empresas listadas na Bovespa após as modificações tributárias de 1988 e 1989. Os resultados da pesquisa indicam que o pagamento de dividendos funciona como um mecanismo de governança, costumando ser mais elevado em empresas que possuem boas práticas de governança. A partir de uma amostra de 305 empresas não financeiras em 2006, a pesquisa de Almeida e Santos (2008) mostrou que companhias que possuem maior nível de transparência tendem a pagar maiores dividendos aos acionistas.

He (2011) verificou que empresas listadas na bolsa do Japão, inseridas em um ambiente altamente competitivo, tendem a distribuir maiores percentuais de dividendos, e que essa maior distribuição de dividendos está fortemente relacionado ao nível de Governança Corporativa. Carvalhal da Silva (2002) aponta que estudos direcionados ao mercado europeu sugerem que empresas com boas práticas de governança corporativa possuem maiores taxas de pagamento de dividendos.

Sendo assim, a primeira hipótese desta pesquisa é que empresas listadas em segmentos distintos de governança corporativa possuem diferentes políticas de dividendos.

Hipótese 1: Empresas listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa e no mercado tradicional não possuem a mesma política de dividendos.

Com o desenvolvimento e aperfeiçoamento de práticas e sistemas de governança corporativa mundialmente, foram elaborados diversos estudos, sobretudo com o intuito de relacionar a adesão a práticas de governança com outras variáveis ligadas às empresas. Uma dessas pesquisas foi realizada por La Porta *et al.* (2000) que analisaram as influências do sistema legal vigente, em vários países, na política de dividendos e concluíram que o comportamento dos investidores difere conforme a qualidade da proteção recebida. Os investidores que operam em países que oferecem apropriada proteção legal utilizam-se desse instrumento para obter dividendos das empresas, especialmente quando as oportunidades de investimentos são escassas. Os autores supracitados consideram duas teorias que possivelmente explicam as razões pelas quais as firmas pagam dividendos aos seus acionistas. A primeira define que minoritários com direitos respeitados de maneira mais eficiente têm maior poder de exigir o pagamento da parte dos administradores das empresas. A segunda declara que, onde os direitos dos minoritários já são mais respeitados, há menor necessidade de se pagar dividendos como forma de estabelecer um efeito-reputação. Os resultados dos testes do trabalho La Porta *et al.* (2000) indicam a possibilidade de que os acionistas minoritários mais fortes consigam exigir dos administradores pagamentos de dividendos mais elevados.

Dessa forma, pode-se formular a segunda e a terceira hipóteses desta pesquisa.

Hipótese 2: Quanto maior o nível de governança corporativa maior o pagamento de dividendos, porque os investidores, ao terem seus direitos mais respeitados, podem exigir o recebimento de dividendos e determinar o nível desse recebimento.

Hipótese 3: Quanto maior o nível de governança corporativa, menor o pagamento de dividendos, pois os direitos dos acionistas já são respeitados, havendo menor necessidade de se pagar dividendos como forma de estabelecer um “efeito-reputação”.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS

Nesta pesquisa, analisaram-se os dados obtidos a partir do banco de dados da Plataforma Economatica®, através da utilização de softwares estatísticos. A população consistiu-se de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BM&F BOVESPA. Após essa coleta, os dados foram filtrados visando manter na amostra apenas as empresas que apresentassem todas as informações necessárias para o desenvolvimento da pesquisa no período de análise.

Assim, a amostra foi composta por companhias pertencentes aos níveis de governança definidos como Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e às pertencentes ao Mercado Tradicional, abrangendo o ano de 2008, escolhido por se tratar de um período pós-crise, ao ano de 2015.

Após a seleção dos referidos dados, a amostra final constituiu-se por 258 observações por ano, distribuídas conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição dos dados por Segmento

Segmento	Quantidade							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tradicional	153	154	154	152	153	152	150	149
Nível 1	23	23	23	23	22	23	23	23
Nível 2	10	9	9	10	11	10	10	11
Novo Mercado	72	72	72	73	72	73	75	75
Total	258	258	258	258	258	258	258	258

Fonte: Dados da pesquisa.

Inicialmente, foi realizada uma análise entre os três segmentos de governança corporativa da BM&F BOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e o Mercado Tradicional. Em seguida, foram comparados separadamente o Mercado Tradicional e o Novo Mercado e, por fim, agregou-se os três segmentos de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e comparou-se os mesmos, que passaram a representar, de forma conjunta, “segmentos com algum nível de governança corporativa”, ao Mercado Tradicional. Em relação aos dados de dividendos, foram utilizados os dividendos totais pagos anualmente por empresa, expressos em reais.

3.2 MODELO ANALÍTICO

Para que se pudesse analisar a diferença entre as médias de distribuição de dividendos entre os segmentos de governança, pretendeu-se utilizar a análise de variância (ANOVA), pois, de acordo com Bakke *et al.* (2008), esse é método mais comum de análise univariada por comparar três ou mais populações.

Todavia, o método da ANOVA pressupõe normalidade e homogeneidade, de forma que se tornou necessário verificar esses pressupostos para seguir com a aplicação da metodologia. Para verificação da normalidade na distribuição dos dados, foram utilizados os testes de Kolmogorov-Sminov e o mesmo teste com a correção de Lilliefors. Para verificar o pressuposto de homogeneidade, foi utilizado o teste de Levene com os dados separados por ano. Os resultados desses testes podem ser visualizados na Tabela 2.

Tabela 2 – Testes para Pressupostos da ANOVA

Períodos	Testes de Normalidade				Teste de Homogeneidade	
	Kolmogorov-Smirnov	<i>P-valor</i>	Lilliefors	<i>P-valor</i>	<i>Levene</i>	<i>P-valor</i>
2008	0,624	< 0,001	0,4208	< 0,001	1,4077	0,241
2009	0,6202	< 0,001	0,4407	< 0,001	0,5111	0,675
2010	0,6705	< 0,001	0,4261	< 0,001	3,8345	0,0103
2011	0,6589	< 0,001	0,418	< 0,001	2,9906	0,0315
2012	0,6434	< 0,001	0,4042	< 0,001	4,5259	0,0041
2013	0,6243	< 0,001	0,3916	< 0,001	3,7624	0,0113
2014	0,6142	< 0,001	0,3889	< 0,001	3,8165	0,0035
2015	0,6387	< 0,001	0,3949	< 0,001	3,8042	0,0156

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostrados na Tabela 2 indicam que o pressuposto de normalidade foi rejeitado para todos os anos, utilizando ambos os testes, a um nível de significância de 1%. Em relação ao pressuposto de homogeneidade, o teste de Levene mostrou que o mesmo só foi rejeitado para os anos de 2012 e de 2014, para os demais anos, não se rejeitou a hipótese, considerando níveis de 1%, 5% e 10%.

De forma geral, há uma indicação de que os pressupostos da ANOVA não foram atendidos. Dado que quando se suspeita de violação dos pressupostos da ANOVA, recomenda-se o uso de testes não paramétricos (PESTANA; GAGEIRO, 2005), ou seja, testes que não necessitam de uma predefinição da distribuição dos dados, optou-se pela utilização dos testes de Kruskal-Wallis (K-W) e U de Mann-Whitney (M-W). Ambos os testes foram aplicados para amostras independentes, dado que os grupos de análise sofreram algumas variações entre os anos, sobretudo devido a alterações de níveis por parte das empresas.

Desse modo, para análise das diferenças entre a distribuição de dividendos entre os segmentos da BM&F BOVESPA: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, utilizou-se o teste não-paramétrico de análise de variância proposto por Kruskal e Wallis (1952), com comparações múltiplas. De acordo com Siegel e Castellan (2006), o teste de K-W é um dos mais usados nos estudos que comparam três ou mais grupos independentes e que possuem variáveis de mensuração ordinal.

Ao se comparar separadamente o Mercado Tradicional com o Novo Mercado e, em última análise, o Mercado Tradicional com o agregado de segmentos com algum nível de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), foi utilizado o teste de U de Mann-Whitney, que compara dois grupos de análise.

4 RESULTADOS OBTIDOS

As estatísticas descritivas, apresentadas na Tabela 3, fornecem a média e o desvio-padrão dos dividendos distribuídos para cada ano e para os diferentes segmentos comparados nesta pesquisa.

Tabela 3 – Medidas Descritivas

Segmento	MT	N1	N2	NM	MT	N1	N2	NM
	Ano	Média – R\$ (Real) – Milhões				Desvio Padrão		

2008	169.656	525.762	85.141	76.135	10.063	11.719	116.540	191.331
2009	255.596	529.232	193.518	78.473	1.925.217	1.130.236	299.450	159.289
2010	167.068	1.058.771	211.004	88.811	1.068.599	2.881.916	421.462	161.509
2011	205.961	1.028.867	241.300	111.494	1.047.886	3.020.459	397.270	222.206
2012	192.211	1.068.074	198.719	127.721	867.132	2.533.265	325.854	266.838
2013	172.764	753.471	189.536	132.688	622.410	1.947.328	399.018	244.278
2014	174.492	749.704	190.768	133.351	628.634	1.937.591	401.612	245.499
2015	173.619	742.207	187.906	130.684	625.491	191.821	395.597	240.589
Média	188.921	807.011	187.236	109.920	849.429	1.706.792	344.600	216.442

Em que: DIV = Dividendos distribuídos no período em R\$; MT = Mercado Tradicional; N1 = Nível 1; N2= Nível 2 e NM = Novo Mercado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na estatística descritiva, observa-se que os dividendos distribuídos (em valores monetários), apresentaram, em média, valores bastante distintos entre o N1 e os demais segmentos analisados, sendo que o nível que apresentou as menores médias de distribuição de dividendos foi o Novo Mercado. Por outro lado, o N1 foi o nível cujo desvio padrão obtido foi maior, o que pode ser um indicativo de que, apesar de distribuir mais dividendos, as empresas do N1 variam os níveis de distribuição muito mais do que as empresas listadas nos outros segmentos. Da mesma forma, o nível com menores valores de desvio-padrão foi o NM, o que pode demonstrar que, mesmo tendo distribuídos menores quantias de dividendos, ao se considerar uma média ao longo dos anos, o segmento apresenta maior estabilidade de distribuição. Ou seja, há um indicativo de que o NM seria um nível adequado para investidores que não desejem grandes alterações no grau de distribuição de dividendos.

Esses resultados podem estar relacionados a diversos aspectos. Por exemplo, do ponto de vista da Teoria da Agência, pode-se esperar que empresas com menores níveis de governança corporativa paguem mais dividendos. Isso funcionaria como forma de reduzir conflitos de agência, garantindo maior proteção ao acionista, que se sente mais seguro em relação à remuneração do capital investido. Além disso, seria uma forma de limitar as opções de financiamento e, conseqüentemente, de investimento, por parte dos gestores, pois essas decisões estão em uma relação de dependência com a política de distribuição de dividendos. Assim, esperava-se que a média de distribuição de dividendos fosse maior para as empresas do MT, o que foi ratificado, com exceção do N1.

Tomando como base as explicações sugeridas por La Porta *et al.* (2000), se pode-se dizer que não foram confirmadas as hipóteses de pesquisa 2 e 3, justamente por causa da elevada média apresentada pelas empresas do N1. Contudo, comparando especificamente as diferenças entre o MT e o NM, percebe-se que o MT apresentou maiores médias de distribuição de dividendos, o que pode ser um indicativo de que a Hipótese 3 se aplique ao caso analisado. A Hipótese 3 desta pesquisa sugere que, quanto maior o nível de governança corporativa, menor o pagamento de dividendos, pois, mesmo ao se considerar que a exigência dos investidores, prevalece o fato de que há uma menor necessidade de se pagar dividendos como forma de estabelecer um “efeito-reputação”, ou seja, os investidores de segmentos com boas práticas de governança parecem ter investimentos mais consolidados. Esses resultados estão de acordo com o exposto por Lloyd, Jahera e Page (1985) que encontraram relação inversa entre o nível de governança corporativa e o grau de distribuição de dividendos, e Easterbrook (1984), que indicam a mesma relação, existente para reduzir os custos de agência.

Por outro lado, sabendo-se das relevantes diferenças entre as práticas de governança entre empresas listadas no N1 e as do MT, o fato do N1 ter apresentado valores de distribuição de dividendos superiores aos encontrados para o MT pode indicar que, maiores níveis de governança corporativa acarretam sim em maiores níveis de pagamento de dividendos. Essa perspectiva permite a confirmação da Hipótese 2 desta pesquisa, que afirma que, quanto maior o nível de governança corporativa maior o pagamento de dividendos. Esses resultados estão de acordo com as considerações de Lintner (1956), La Porta *et al.* (2000), Carvalhal da Silva (2002), Bellato, Silveira e Savoia (2006), Rabelo *et al.* (2007) e Almeida e Santos (2008).

Entretanto, a análise visual da média e da variância da distribuição de dividendos entre os segmentos da bolsa para o período analisado não é suficiente para se inferir possíveis semelhanças/diferenças entre a política de dividendos dessas empresas. Nesse sentido, foram realizados testes de médias mais robustos, no intuito de verificar se as variâncias dentro dos grupos foram homogêneas ou não no período analisado. Dessa forma, em uma primeira análise, que se refere à comparação entre todos os quatro segmentos analisados nesta pesquisa, foi realizado o teste de Kruskal-Wallis, para distribuição de dividendos entre os anos. Os resultados desse teste são mostrados na Tabela 4.

Tabela 4 – Comparação entre o Mercado Tradicional e os segmentos de GC

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DIV	K-W							
	36,472*	35,103*	37,541*	35,782*	38,432*	29,930*	31,264*	32,465*

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: * Significante a 1%

Os resultados mostrados na Tabela 4 indicam que o teste de Kruskal-Wallis rejeitou a hipótese de igualdade entre as médias de distribuição de dividendos dos quatro segmentos comparados para todos os anos analisados, com um nível de significância de 1%. Em uma análise genérica, pode-se dizer que esses resultados não estão de acordo com a teoria da irrelevância da distribuição de dividendos, visto que, baseando-se nessa teoria, poderia ser sugerido que empresas com ou sem boas práticas de governança corporativa distribuem dividendos da mesma forma. Contudo, dadas as premissas simplificadoras utilizadas no modelo de Modigliani e Miller (1963), principais idealizadores dessa teoria, pode-se dizer que essa sugestão não possui tanto impacto nessa análise.

Por outro lado, é possível afirmar que esses resultados estão de acordo com a teoria da relevância da distribuição de dividendos, com base na qual se esperava que houvesse diferenças entre valor médio de dividendos distribuídos entre as empresas. Esses resultados estão de acordo com as ideias de Lloyd, Jahera e Page (1985), Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), Silva (2004), Gordon e Dietz (2006) e Ferreira Junior *et al.* (2010), que sugerem que há relações entre a governança corporativa e a política de dividendos, o que, mesmo sem estabelecer o sentido dessa relação, confirma a Hipótese 1 desta pesquisa. Assim, empresas com boa governança corporativa ou empresas do MT poderiam distribuir dividendos de forma distinta, entretanto, não se pode avaliar a direção dessa relação apenas com base nessa teoria.

De forma similar, pode-se afirmar que as teorias da agência, da sinalização e da preferência tributária, sustentam a ideia de que há diferenças entre os níveis de distribuição de dividendos pelas empresas. Contudo, também não há como inferir qual a direção dessa relação, tomando como base os segmentos de governança corporativa e o MT, através das ideias colocadas por essas teorias.

De modo geral, com os resultados encontrados, há um indicativo de que a Hipótese 1 desta pesquisa pode ser confirmada, e, assim, empresas listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa e no mercado tradicional possivelmente não possuem a mesma

política de dividendos, havendo diferenças estatisticamente significativas entre a distribuição dos mesmos entre os segmentos analisados.

Levando-se em consideração que o tamanho das amostras de empresas listadas no Nível 1 e no Nível 2 de governança corporativa, além de se entender que o Mercado Tradicional e o Novo Mercado podem apresentar valores mais significativos para as estatísticas utilizadas, visto que as diferenças entre as práticas encontradas nos mesmos é mais expressiva, resolveu-se analisar isoladamente as médias de distribuição de dividendos desses dois segmentos, através do teste U de Mann-Whitney para amostras independentes. Os resultados desse teste podem ser vistos na Tabela 5.

Tabela 5 – Comparação entre o Mercado Tradicional e o Novo Mercado

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DIV	M-W							
	3945*	3922*	3512*	4150*	3830*	3733*	3798*	3812*

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: * Significante a 1%

Em última análise, foram comparados o Mercado Tradicional com o agregado de segmentos com algum nível de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), no intuito de formar dois grupos com dimensões mais semelhantes, ou seja, amostras mais expressivas. Para comparar esses dois grupos formados realizou-se o teste de Mann-Whitney, cujos resultados são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Comparação entre o Mercado Tradicional e o agregado de GC

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DIV	M-W							
	5138*	4994*	4700*	5224*	4909*	5095*	5084*	5136*

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: * Significante a 1%

Com base nos resultados mostrados na Tabela 5 e na Tabela 6, se percebe que, assim como na análise estendida a todos os segmentos, rejeitou-se a hipótese de igualdade da média de distribuição de dividendos entre o MT e o NM e entre o MT e o agregado de empresas com práticas de governança corporativa. Assim, se entende que a adesão ao nível mais alto de governança corporativa, que, teoricamente, apresenta as melhores práticas da mesma, ou mesmo a qualquer outro nível de governança (N1 ou N2), pode ocasionar alterações na política de dividendos das empresas. Nesse sentido, ao se levar em consideração às teorias existentes relativas à política de dividendos das empresas, pode-se sugerir que os resultados se adequam a maioria (com exceção da teoria da irrelevância), indicando que a política de dividendos pode variar de empresa para empresa. Contudo, mais uma vez, esses resultados não permitem uma inferência mais detalhada em relação à listagem em níveis diferenciados de governança corporativa. Dessa forma, considerações mais claras podem ser formuladas levando em conta estudos realizados acerca da relação em questão. Estudos confirmam a hipótese de que há diferenças entre o grau de distribuição de dividendos nos segmentos analisados, sejam essas diferenças no sentido de que empresas do com poucas práticas de governança teriam maiores taxas de pagamento de dividendos (EASTERBROOK, 1984), ou no sentido inverso (LINTNER, 1956; LA PORTA *et al.*, 2000; CARVALHAL DA SILVA, 2002; BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006; RABELO *et al.*, 2007; ALMEIDA; SANTOS, 2008).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi analisar a possível relação entre a política de dividendos das empresas e a adoção de práticas de governança corporativa, através da comparação entre empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e empresas listadas no Mercado Tradicional da BM&F BOVESPA, durante o período de 2008 e 2014.

Para alcançar o objetivo, utilizou-se de teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, quando comparados os quatro níveis estudados, e o teste de Mann-Whitney para a segunda análise que comparou o Mercado Tradicional e o Novo Mercado, bem como o agregado dos segmentos de governança corporativa com o Mercado Tradicional.

Os resultados apontam, com base na estatística descritiva, que os dividendos distribuídos (em valores monetários), apresentaram, em média, valores bastante distintos entre o N1 e os demais segmentos analisados, sendo que o nível que apresentou as menores médias de distribuição de dividendos foi o Novo Mercado. Em relação ao desvio padrão, o N1 foi o nível cujo desvio padrão obtido foi maior e o NM apresentou os menores valores de desvio padrão, o que pode demonstrar que, mesmo tendo distribuídos menores quantias de dividendos, ao se considerar uma média ao longo dos anos, o segmento apresenta maior estabilidade de distribuição. Ou seja, há um indicativo de que o NM seria um nível adequado para investidores que não desejem grandes alterações no grau de distribuição de dividendos.

O resultado do teste de Kruskal-Wallis rejeitou a hipótese de igualdade entre as médias de distribuição de dividendos dos quatro segmentos comparados para todos os anos analisados, com um nível de significância de 1%. Esses resultados estão de acordo com as ideias de Lloyd, Jahera e Page (1985), Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), Silva (2004), Gordon e Dietz (2006) e Ferreira Junior *et al.* (2010), que sugerem que há relações entre a governança corporativa e a política de dividendos, o que, mesmo sem estabelecer o sentido dessa relação, confirma a Hipótese 1 desta pesquisa.

Constatou-se com os resultados da análise estendida a todos os segmentos, rejeitou-se a hipótese de igualdade da média de distribuição de dividendos entre o MT e o NM e entre o MT e o agregado de empresas com práticas de governança corporativa. Assim, se entende que a adesão ao nível mais alto de governança corporativa, que, teoricamente, apresenta as melhores práticas da mesma, ou mesmo a qualquer outro nível de governança (N1 ou N2), pode ocasionar alterações na política de dividendos das empresas. Vale salientar que os resultados encontrados são válidos para o período e a amostra analisada.

REFERÊNCIAS

AHARONY, J.; SWARY, I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders returns: An empirical analysis. *Journal of Finance*, p. 35, n. 1-12, 1980.

ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BOVESPA. *Revista de Contabilidade e Organizações - RCO*, v. 2, n. 2, p. 117-130, jan./abr. 2008.

BAKKE, H. A.; LEITE, A. S. de M.; SILVA, L. B. da. Estatística multivariada: aplicação da análise fatorial na engenharia de produção. *Revista Gestão Industrial*, v. 4, p. 1-14, 2008.

BARTRAM, S. M.; BROWN, P. R.; HOW, J. C. Y.; VERHOEVEN, P. Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study. Working Paper Series. March, 2012.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. D. M.; SAVOLA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30. 2006. Salvador. Anais eletrônicos. Salvador: ANPAD. 2006.

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

BLACK, F. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, v.2, p. 5–8, 1976.

BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. Administração Financeira: teoria e prática. Tradução de Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information and corporate governance. *Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CHAPLINSKY, S.; SEYHUN, H. N. Dividend and taxes: evidence on tax-reduction strategies. *The Journal of Business*. Chicago, v. 63, n. 2, 1990.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, p. 650-659, 1984.

FERREIRA JUNIOR, W. O.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *Facef Pesquisa*, v. 13, n. 2. mai/ago. 2010.

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

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

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Site Institucional. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 05 dez. 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KÖCHE, J. C. Fundamentos da metodologia científica: teoria da ciência e prática da pesquisa. 14 ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

LA PORTA, R.; LOPES, S. F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.

- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, p. 19-29, 1985.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2005.
- MILLER, M. H.; SCHOLLES, M. S. Dividends and taxes. *Journal of financial economics*, v. 6, n. 4, p. 333-364, 1978.
- MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and valuation of shares. *Journal of Business*, v.34, p. 411-433, 1961.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, p. 433-443, 1963.
- OLIVEIRA NETO, J. C. da C.; MEDEIROS, O. R. de; QUEIROZ, T. B. de. Governança Corporativa e velocidade de incorporação de informações: Lead-Lag entre o IGC e o IBrX. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 1, p. 149-172, 2012.
- PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. *Descobrimos a regressão: com a complementaridade do SPSS*, 2005.
- PINCHESS, G. E. *Essentials of Financial Management*. 2. ed. New York: Harper & Row Publishers, 1987.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. D. S. O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores são Irracionais? *Revista Brasileira de Finanças*, v. 1, n. 2, p. 217, 2003.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Dividend clientele, new insights, and new questions: the Brazilian case. *RAE-eletrônica*, v. 8, n. 1, 2009
- PROCIANOY, J. L. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 74 p, 1994.
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. *FACEF Pesquisa*, v. 10, n. 2, 2007.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, Malden, v.52, n.2, p.737-783, 1997.
- SILVA, A. L. C. da. Governança corporativa, valor, alavancagem, e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP*. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JÚNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, v. 5, n. 2, p. 222, 2012.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, São Bernardo do Campo - SP, v. 2, n. 4, p. 48-67, 2006.