

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS NO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO

JOSÉ FERNANDO MARTINS DE PAIVA

Uberlândia-MG

2016

JOSÉ FERNANDO MARTINS DE PAIVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO

Dissertação apresentada à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Co-orientador: Prof. Dr. Marcelo Fodra

Uberlândia –MG

2016

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

P149g
2016 Paiva, José Fernando Martins de, 1981-
Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor
bancário brasileiro / José Fernando Martins de Paiva. - 2016.
92 f. : il.

Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Coorientador: Marcelo Fodra
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Administração.
Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Governança corporativa - Teses. 3.
Dividendos - Teses. 4. Instituições financeiras - Brasil - Teses. I. Ribeiro,
Kárem Cristina de Sousa. II. Fodra, Marcelo. III. Universidade Federal
de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III.
Título.

CDU: 658

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO

Dissertação aprovada para a obtenção do título de Mestre no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Administração da Universidade Federal de Uberlândia – UFU/MG, pela banca examinadora formada por:

Uberlândia/MG, 25 de Fevereiro de 2016.

Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, UFU/MG

Prof. Dr. Marcelo Fodra, UFU/MG

Prof. Dr. Régio Marcio Toesca Gimenes, UFGD/MS

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus pela vida, pela família e pela oportunidade de estudar e aprender.

Agradeço aos meus pais e ao meu irmão, pelo constante incentivo aos estudos, por serem também exemplos de esforço e determinação e por compreenderem a minha ausência durante o curso.

Agradeço também aos colegas de classe pelas contribuições aos trabalhos realizados em sala e pelo apoio nos momentos difíceis ao longo do curso.

Agradeço à orientadora Prof.^a Dr.^a Kárem Ribeiro e ao co-orientador Prof. Dr. Marcelo Fodra pela paciência e pelas orientações ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço, em especial, à minha esposa Mariana, que soube compreender minha ausência em função das aulas e da dedicação aos estudos e, principalmente, por ter me apoiado nos vários momentos de dificuldade ao longo do curso. Com absoluta certeza, sua compreensão e seu apoio foram fundamentais.

Ao Banco do Brasil por incentivar e apoiar à realização deste importante passo em minha formação profissional.

Enfim, agradeço a todos que diretamente ou indiretamente contribuíram para a conclusão deste curso.

RESUMO

A distribuição dos lucros da empresa é um tópico importante a ser analisado pelo investidor na alocação de seus recursos financeiros. Esta fonte de recursos também é importante para a empresa, pois a retenção de parte dos lucros pode financiar novos projetos para o seu crescimento. Ainda não há consenso sobre o pagamento de Dividendos, especialmente pelas peculiaridades regulatórias que envolvem este tema no Brasil. O setor financeiro é quase sempre excluído das amostras pelas características financeiras e contábeis deste setor, apesar de significativo como fomentador da economia popular e fonte de financiamento para as empresas. Nesta pesquisa buscou-se relacionar a distribuição dos Dividendos e dos Juros Sobre o Capital Próprio das instituições financeiras aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. A alocação dos recursos dos investidores objetiva a maximização dos seus lucros, com o menor risco possível e, nesse ponto, a Governança Corporativa oferece mecanismos que contribuiriam nessa direção. Foram utilizados dados públicos disponibilizados pelo BACEN, pela CVM e pelos bancos em seus sites. Com uma amostra de 98 companhias totalizando 702 observações referentes ao período de 2002 a 2014, e por meio da regressão linear pelo método adaptativo *Stepwise*, os resultados apontaram para associação positiva entre a distribuição de Dividendos, aqui representada pela variável dependente Proventos e os Níveis de Governança Corporativa mais exigentes. Também foi indicada a relação negativa entre a mesma variável dependente e o controle governamental das instituições financeiras, e resultados significativos com as variáveis ROE, Dívidas, TJLP e LogATIVO, porém, assim como a relação com os mecanismos de Governança Corporativa, esperavam-se resultados mais consistentes para as variáveis macroeconômicas.

PALAVRAS-CHAVE: DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO, GOVERNANÇA CORPORATIVA, INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

ABSTRACT

The distribution of the company's profits is an important topic to be considered by investors in the allocation of its financial resources. This source of funds is also important for the company, since the profits of retention can finance new projects for their growth. There is no consensus on the payment of dividends, especially by regulatory peculiarities involving this issue in Brazil. The financial sector is often excluded from the samples by financial and accounting characteristics of this sector, despite significant as developers of popular economy and source of funding for companies. This research intended to relate the distribution of dividends and interest on capital of financial institutions with the highest levels of Corporate Governance of BM&FBOVESPA. The allocation of investor's resources objectively to maximize their profits with little risk as possible, and at that point, the Corporate Governance provides mechanisms that would contribute in this direction. Using only public data available, all the informations were collected in the Central Bank of Brazil website, the CVM website and in the website of banks. With a sample of 98 companies totaling 702 observations for the period 2002-2014, and by linear regression by *Stepwise* adaptive method, the results indicated a positive association between the distribution of dividends, here represented by the dependent variable Earnings and the highest Levels of Corporate Governance. Also appointed a negative relationship between the same dependent variable and government control of financial institutions, and significant results with ROE variables, Debts, TJLP and LogATIVO, however, as well as the relationship with the mechanisms of Corporate Governance, was expected more consistent results to the macroeconomic factors.

KEYWORDS: *DIVIDENDS, INTEREST ON CAPITAL, CORPORATE GOVERNANCE, FINANCIAL INSTITUTIONS.*

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Mecanismos de Governança Corporativa.....	23
FIGURA 2 – Instituições Financeiras nos Níveis de Governança Corporativa.....	29
FIGURA 3 – Ações de Intermediários Financeiros pertencentes ao IGC.....	30
FIGURA 4 – Estudos sobre Política de Dividendos	51
FIGURA 5 – Variáveis desta pesquisa.....	62
FIGURA 6 – Modelos Econométricos.....	64
FIGURA 7 – Histograma Dividendos/LL.....	68
FIGURA 8 – Histograma JSCP/LL.....	68
FIGURA 9 – Histograma Proventos/LL.....	69
FIGURA 10 – Histograma Dividendos/PL.....	70
FIGURA 11 – Histograma JSCP/PL.....	71
FIGURA 12 – Histograma Proventos/PL.....	71
FIGURA 13 – Histograma Proventos.....	71
FIGURA 14 – Evolução dos Lucros bancários e dos Proventos pagos aos acionistas.....	82

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Estatística descritiva das Variáveis	67
TABELA 2 – Resultados Testes de Breusch-Pagan e Hausman.....	72
TABELA 3 – Correlação entre Variáveis Dependentes e Explicativas.....	74
TABELA 4 – Resultados regressões	76
TABELA 5 – Resultados Método <i>Stepwise</i>	79
TABELA 6 – Resultados pelo Método <i>Stepwise</i> : R^2 e Teste F.....	81

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1. Contextualização	11
1.2.1. Problema de Pesquisa e Objetivos	14
1.2.2. Hipóteses de Estudo	15
1.2.3. Justificativas do Estudo	16
1.3. Estrutura da Dissertação	16
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	18
2.1. Histórico	18
2.1.1. Economia dos Custos de Transação (ECT).....	20
2.1.2. Governança Corporativa no Brasil.....	21
2.2. Mecanismos de Governança Corporativa	22
2.3. Governança Corporativa em Instituições Financeiras	25
2.4. Aspectos Legais e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA.....	26
3. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	32
3.1. Conceito e Supervisão das Instituições Financeiras	32
3.2. Acordos de Basileia.....	32
4. DIVIDENDOS	36
4.1. Conceito, Tipos e Processo de Pagamento de Dividendos.....	36
4.2. Política de Dividendos	37
4.2.1. Dividendos X Juros sobre o Capital Próprio	39
4.2.2. Teoria do “Pássaro na Mão”	41
4.2.3. Efeito Clientela	41
4.2.4. Teoria da Sinalização	42
4.2.5. Teoria da Preferência Tributária	43
4.3. Modelos Teóricos para a Política de Dividendos	43
4.3.1. Modelo de Lintner	44
4.3.2. Modelo de Rozeff	44
4.3.3. Modelo de Lauenstein	45
4.4. Governança Corporativa e a Política de Dividendos	46
4.4.1. <i>Pecking Order Theory</i> e a Assimetria de Informações.....	46
4.5. Estudos sobre Política de Dividendos	48
5. REGRESSÃO LINEAR.....	53

6. METODOLOGIA	56
6.1. Classificação da Pesquisa.....	56
6.3. Variáveis da Pesquisa.....	58
6.3.1. Variáveis Dependentes	58
6.3.2. Variáveis Independentes.....	59
6.3.3. Modelos Econométricos	63
6.4. Limitações deste Estudo.....	64
7. ANÁLISE DE RESULTADOS	66
7.1. Estatística Descritiva.....	67
7.2. Correlações e Regressões	71
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	83
REFERÊNCIAS	86

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

Silveira (2004) mencionou a importância do investidor como financiador do crescimento das empresas e, conseqüentemente, de fomentador da economia do país. Nesse processo de transposição dos recursos do investidor para os meios produtivos, a confiança do investidor em receber seu capital de volta exerceria papel fundamental sobre a decisão de alocação dos seus recursos. Segundo o mesmo autor, apesar da diversidade de fatores externos que influenciariam nesta decisão, os mecanismos de Governança Corporativa poderiam reduzir os riscos dos recursos do investidor não serem empregados com a finalidade esperada de maximização dos lucros.

Andrade e Rossetti (2004) mencionaram a relação existente entre os princípios de Governança Corporativa, o ambiente legal e a cultura empresarial de cada país ou região. Os modelos de governança sintetizados pelos autores (anglo-saxão, latino-europeu e da América Latina) foram resumidos em fatores e estes definiriam como seriam as relações com os *stakeholders*. Alguns destes fatores são: gestão mais aberta e transparente, maior proteção a acionistas minoritários, forças de controles mais atuantes, separação entre propriedade e controle e separação entre propriedade e gestão. Também destacaram que importantes órgãos internacionais multilaterais (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, Fundo Monetário Internacional – FMI e Banco Mundial) apontaram as práticas de Governança Corporativa como importante pilar da economia global.

Assim, a Governança teria reflexos além das fronteiras da empresa, influenciando e sendo influenciada pela sociedade, pelo governo e pela economia. Corroborando a análise mencionada, La Porta *et al* (1999) já haviam estudado a proteção legal aos acionistas minoritários de diferentes países e concluíram pela maior proteção a ser oferecida a estes acionistas por leis ordinárias.

Os conceitos iniciais de Governança Corporativa tiveram início com o trabalho de Berle e Means (1932), os quais apontaram em seu estudo seminal a divergência de interesses em decorrência da dispersão do controle acionário das empresas no mercado de capitais (OKIMURA, 2003). Desta forma, gestores seriam contratados para gerir as empresas tendo em vista os interesses dos acionistas. Entretanto, estes gestores poderiam usar a influência e os ativos da empresa em benefício próprio ou de terceiros, deixando os interesses dos acionistas para segundo plano, originando o que viria a ser chamado como custo de agência e

que anos depois também seria estudado por outros autores, como Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1986).

Os princípios de Governança Corporativa seriam uma alternativa para o monitoramento e o controle dos gestores e a garantia de que os investidores obteriam seus recursos investidos de volta ou, como salientaram Holanda e Coelho (2012), as ações de governança seriam mais uma tentativa de aproximar as empresas do mercado, logo dos seus financiadores. Andrade e Rossetti (2004) enfatizaram que os mecanismos de Governança Corporativa fortalecem a estrutura e as competências internas para momentos de diversidade, além de harmonizarem e alinharem interesses diferentes entre os *stakeholders*, tornando-se um diferencial entre os concorrentes. Contudo, apontam que estas práticas de gestão não podem ser tomadas de forma isolada ou como ferramenta infalível contra prejuízos e desvalorização de ações no mercado de capitais.

A redução dos custos de agência já foi estudada em diferentes países, como Estados Unidos e Inglaterra, não só com a aplicação dos conceitos de Governança Corporativa, mas também associada a teorias que defendessem os interesses dos acionistas e demais agentes econômicos, que se relacionam com as firmas no mercado de capitais. Uma dessas teorias seria a Política de Dividendos que, de acordo com os pressupostos das Teorias da Sinalização, do Efeito Clientela e da Preferência Tributária, teria relevante papel na atração de investidores.

A distribuição ou a retenção dos lucros da empresa poderia indicar fluxo de caixa positivo ou estável, em função de futuros projetos da firma. Asquith e Mullins (1983) identificaram, também, que a distribuição de Dividendos elevaria a riqueza dos acionistas. No entanto, como apontaram Holanda e Coelho (2012), quanto mais se observam empiricamente as Políticas de Dividendos praticadas, mais surgem dúvidas sobre a distribuição de lucros, confirmando o enigma de Dividendos proposto por Black (1976).

As teorias de Miller e Modigliani (1961), com a irrelevância do Pagamento de Dividendos, a Teoria do “Pássaro na Mão” de Lintner (1956), o Efeito Clientela, e a Teoria da Preferência Tributária procuraram identificar comportamentos de investidores no mercado de capitais, tendo como ponto de análise o estudo sobre a divulgação e a distribuição de lucros das firmas.

No Brasil, adicionalmente à relevância do tema Dividendos na gestão financeira das firmas, destacam-se ainda as peculiaridades no cenário nacional. Além dos Dividendos, há também a opção pelos Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) e a imposição legal dos dividendos mínimos obrigatórios instituídos pela Lei 6.404/76. Sendo assim, a análise do assunto no cenário nacional requer cautela, em função de suas especificidades. Os Dividendos contam com isenção tributária para o investidor, ao receber sua parcela dos lucros desta forma. Os Juros Sobre o Capital Próprio oferecem benefícios fiscais para a empresa, mas do ponto de vista financeiro, esta opção não é a melhor para o investidor. (FORTI, PEIXOTO E ALVES, 2014)

Alguns estudos, como os que serão apresentados a seguir, pesquisaram sobre as teorias de Dividendos no mercado de capitais brasileiro e a relação destas teorias com a redução dos custos de agência. Procianny (1994) estudou a relação entre o custo de agência e o pagamento de Dividendos por meio da redução do índice de imposto cobrado sobre os Dividendos. Já Silva (2003) citou que a distribuição de Dividendos seria uma forma de redução no fluxo de caixa livre nas mãos dos gestores, o que forçaria a empresa a buscar formas menos onerosas de financiamento. Esta redução de capital livre no caixa da empresa reduziria o custo de agência, na medida em que os gestores não teriam capital disponível para atender a interesses próprios. Mota (2007) verificou as características predominantes de empresas ao optarem pelo pagamento de Dividendos, Juros Sobre o Capital Próprio e a recompra de ações. Weber (2008) confirmou a preferência pela distribuição de lucros por meio de Dividendos.

Por suas peculiaridades, as instituições financeiras são excluídas das amostras nos estudos de Governança Corporativa, Política de Dividendos e de outros temas de Finanças Corporativas, apesar da importância deste setor na formação da economia popular e no fomento à produção. Trabalhos como o de Fama (1985) lançavam dúvidas sobre a diferença na forma de gestão entre o setor bancário e outros setores da economia. Forti, Peixoto e Alves (2014) citaram a alavancagem natural na estrutura de capital de empresas deste setor como obstáculo à inclusão das instituições financeiras em estudos de finanças. No Brasil, observa-se um crescimento na quantidade de trabalhos relacionados à Política de Dividendos em instituições financeiras, embora ainda haja perguntas e questionamentos sobre a gestão financeira neste setor. Observa-se desta forma, que as conclusões sobre Dividendos por vezes são aplicadas sobre o setor financeiro, mesmo que a literatura ainda não tenha realizado pesquisas para alcançar o consenso sobre o assunto.

1.2. Problema de Pesquisa, Objetivos e Hipóteses

Neste tópico são apresentados os problemas de pesquisa, os objetivos geral e específico, além das hipóteses de estudo e a justificativa do estudo.

1.2.1. Problema de Pesquisa e Objetivos

Diante das pesquisas nacionais citadas, as seguintes questões são levantadas: a) O comportamento de investidores no mercado de capitais se manteria para outros setores, incluindo o setor bancário? b) A Governança Corporativa poderia influenciar na distribuição de lucros deste setor? c) As variáveis que influenciaram na distribuição dos lucros em setores não financeiros também possuem relação significativa com as instituições financeiras? Esses questionamentos serviram de base para a definição do problema de pesquisa deste trabalho.

Sendo a Política de Dividendos uma ferramenta para redução dos custos de agência, como apontou a pesquisa de Rozzef (1982), chega-se à seguinte pergunta de pesquisa deste estudo: **Qual a relação existente entre o pagamento de Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio e a Governança Corporativa nas instituições financeiras brasileiras?**

Nesse sentido, o objetivo geral deste trabalho foi a análise da relação entre a Política de Dividendos nas instituições financeiras brasileiras, com a análise de indicadores financeiros e macroeconômicos. Em especial, também se espera que aquelas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa distribuam maior quantidade de recursos aos seus acionistas, confirmando os pressupostos de autores como Shleifer e Vishny (1986) de que firmas que adotaram os mecanismos de Governança Corporativa ofereceriam maior segurança do retorno do capital investido aos seus acionistas.

Por conseguinte, a relação de variáveis macroeconômicas com as distribuições de lucro das empresas do setor bancário e identificando aquelas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA levariam aos objetivos específicos apontados abaixo:

- a) Analisar o impacto da Política de Dividendos nas empresas financeiras pertencentes aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA;
- b) Verificar se há diferença de impacto de empresas financeiras que distribuem dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio;

c) Identificar a relação de fatores econômicos como influências (positivas ou negativas) nas decisões sobre as Políticas de Dividendos de instituições financeiras.

1.2.2. Hipóteses de Estudo

Após a análise dos estudos encontrados e que serão apresentados no referencial teórico observa-se que, apesar de o tema já ser estudado desde 1994 no Brasil, ainda não há grande quantidade de estudos recentes sobre Política de Dividendos no setor bancário brasileiro, conforme já apontava Weber (2008). Por sua importância no cenário econômico do país, este setor é fortemente regulado e controlado por normas governamentais, tendo como referência os Acordos de Basileia.

A Política de Dividendos no Brasil possui peculiaridades, concedidas inicialmente pela Lei 6.404/1976, permitindo às empresas distribuírem alternativamente seus lucros por meio de Dividendos ou optarem pelos Juros Sobre o Capital Próprio. Como já citado, a maior diferença entre ambos está na vantagem fiscal oferecida pelos JSCP para a empresa. Tendo as instituições financeiras esta possibilidade de escolha, os investidores podem analisar como as empresas distribuíram seus lucros, e assim decidir aquelas que receberão seus recursos. Além disso, levanta-se também a questão se haveria algum efeito dos mecanismos de Governança Corporativa na política de Dividendos dos bancos no Brasil, em função da importância dos seus princípios na proteção e garantia de retorno dos investimentos dos acionistas.

Sendo assim, e considerando a relação entre os temas Governança Corporativa e Política de Dividendos, são apresentadas abaixo as hipóteses para esta pesquisa:

Primeira Hipótese: Não há relação significativa entre os níveis de Governança Corporativa e o pagamento de Dividendos das Instituições Financeiras, considerando bancos pertencentes aos Níveis 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Segunda Hipótese: Há relação significativa entre os níveis de Governança Corporativa e o pagamento de Dividendos das Instituições Financeiras, considerando bancos pertencentes aos Níveis 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Terceira Hipótese: Há uma relação positiva entre a distribuição de lucros das instituições financeiras e os indicadores macroeconômicos no Brasil.

1.2.3. Justificativas do Estudo

Apesar de o tema Política de Dividendos vir sendo discutido na literatura acadêmica desde a teoria proposta por Miller e Modigliani (1961), parece não haver consenso entre os pesquisadores sobre os seus efeitos. A relevância deste trabalho está em contribuir para esta discussão, enfatizando a relação do tema Política de Dividendos com variáveis financeiras e macroeconômicas e associando o tema à Governança Corporativa no setor bancário brasileiro.

Por se tratar de estudo de um dos setores mais presentes na economia nacional, esta pesquisa se justifica no âmbito prático, sob dois pontos de vista: o do investidor e o da empresa. O estudo se justifica do ponto de vista do acionista pela oportunidade de maximização das suas riquezas e, mais do que isso, como mais uma ferramenta para que o investidor tenha condições de analisar o mercado e proteger seu investimento, especialmente em momentos de crise ou pré-crise. Conhecendo melhor as regras deste mercado, é possível avaliar o comportamento de cada instituição e decidir pelo melhor investimento.

Do ponto de vista da empresa, o mercado de capitais é uma fonte importante para as firmas captarem recursos para financiamento da produção. Em se tratando de instituições financeiras, o volume de recursos captados no mercado se relaciona à oferta desses recursos com melhores condições a seus clientes, o que melhora a competitividade da organização no mercado. Portanto, apesar de seguirem normas de conduta que afetam suas operações e rentabilidade, as companhias precisam do mercado de capitais para fortalecimento da sua estrutura financeira. E um estudo que mostre o comportamento financeiro dos bancos para o mercado fortalece a relação com os investidores. Neste ponto, a Governança Corporativa constitui importante vantagem competitiva frente à concorrência, mostrando diferenças entre empresas que sofrem as mesmas regulamentações.

Do ponto de vista social, o setor bancário desempenha um importante papel na economia, visto que além de financiar a produção, também financia o consumo no mercado varejista e atacadista. Haja vista a crise de 2008 cujos reflexos negativos se deram na economia americana, onde teve início, e posteriormente em outros países do mundo, como afirma Kiekow (2013), levando à queda dos níveis de emprego e produtividade interna dos países, o que corrobora a influência do setor na economia.

1.3. Estrutura da Dissertação

A estrutura deste trabalho é composta das seguintes partes: após esta introdução, serão abordados estudos sobre os temas tratados nesta pesquisa no referencial teórico; em seguida

será apresentada a metodologia utilizada, incluindo os modelos econométricos e a apresentação das variáveis utilizadas. Na sequência será detalhada a análise dos resultados e as considerações finais deste estudo. Por último são apresentadas as referências utilizadas nesta pesquisa.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1. Histórico

Em seu estudo seminal sobre controle acionário de empresas, Berle e Means (1932, p. 47) afirmaram que “a dispersão do controle de empresas aparenta ser inerente ao sistema empresarial”, apontando que à medida que as empresas cresciam, os papéis de gestor e de controlador se dissociavam e que tal mudança trazia em si um conflito de interesses. Esta separação foi primeiramente mencionada no trabalho de Adam Smith, em 1776 em “*A Riqueza das Nações*”, como citaram os trabalhos de Okimura (2003), Dami (2006) e Rogers (2006).

Jensen e Meckling (1976) apontaram a relação entre o surgimento do custo de agência a partir da desconcentração na propriedade das firmas. Com o crescimento das empresas e a pulverização do controle acionário no mercado de capitais, houve a delegação do poder de gestão a outras pessoas - os gestores ou agentes - que são encarregados de defender os interesses dos acionistas nas firmas. Entretanto, os agentes poderiam optar por não defenderem os interesses dos acionistas, e ao invés disso, utilizariam o cargo e os ativos da empresa para defenderem interesses próprios, gerando atritos, denominados conflitos de agência. Esta divergência acarretaria custos para o monitoramento, o controle e o alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas. Em resumo, estes autores definiram os custos de agência como sendo o somatório de três fatores: 1) os gastos despendidos com monitoramento pelos acionistas; 2) os gastos de comunicação dos atos dos agentes para os acionistas e 3) as perdas residuais, ou seja, as perdas referentes às decisões dos agentes que nem sempre atenderão aos objetivos de maximização da riqueza dos acionistas.

Neste ponto, é importante citar, também, que os gestores das empresas também possuem acesso privilegiado a informações sobre projetos de investimentos e de pagamento de Dividendos da firma, informações a que os acionistas nem sempre conseguem ter acesso. Essa diferença de níveis de informação é chamada de assimetria informacional entre o agente e o principal, sendo uma das formas de custo de agência. Os agentes poderiam utilizar essa informação privilegiada para atender interesses próprios ou de terceiros e não interesses dos acionistas (SILVA, 2003).

A origem do custo de agência descrita anteriormente foi o desdobramento da Teoria da Firma, abordada com maior profundidade no trabalho de Jensen e Meckling (1976). Segundo o trabalho mencionado, naquele momento começavam a surgir estudos e debates mais

profissionais sobre controle e propriedade, tratando de forma mais aprofundada o equilíbrio entre os objetivos diferentes dos controladores e gestores, ou principais e agentes. Antes disso, segundo os autores, a teoria da firma, na verdade, era uma teoria de mercado, e o estudo era voltado para a participação da empresa no mercado.

Já no final dos anos 1990 e início dos anos 2000 outros trabalhos aprofundaram a questão do conflito de agência, abordando não só os conflitos de agência entre acionistas e gestores, mas também considerando a relação entre acionistas majoritários e minoritários em diferentes países. Neste sentido, Shleifer e Vishny (1997) investigaram a proteção a investidores minoritários em diferentes países da Europa e nos EUA. O estudo de La Porta *et al* (1998), que também pesquisou a proteção a minoritários, enfatizou a proteção legal a investidores e credores em países europeus, na América Latina e nos Estados Unidos. O trabalho de Claessens *et al* (2002) pesquisou o efeito do controle de acionistas majoritários sobre o valor de empresas na Ásia, fazendo relação com os efeitos entrenchamento e incentivo.

Tais estudos expoentes mostraram a relevância em se avaliarem os conflitos de agência em diferentes mercados, especialmente os emergentes, em que, segundo Okimura, Silveira e Rocha (2007), a expropriação dos acionistas majoritários poderia ocorrer por diferentes mecanismos, como: a estrutura piramidal, as propriedades cruzadas e a emissão de ações sem direito a votos.

Já Rogers (2006), em uma visão mais ampla, destacou que o conflito de agência poderia ocorrer não apenas entre gestores e controladores, mas em qualquer relação contratual entre indivíduos, mesmo que não haja hierarquia entre ambos. Duas razões são apontadas como principais causadoras de conflitos: a inexistência de contratos perfeitos e a inexistência de agentes perfeitos. De forma semelhante, Silveira (2004) também citou os conflitos de agência como “elemento essencial da chamada visão contratual da firma”.

Os estudos citados até aqui fazem referência a temas importantes e centrais da Governança Corporativa, mostrando a convergência de modelos alternativos de gestão, mesmo que de diferentes países. Andrade e Rossetti (2004, p. 98) resumiram os tópicos de governança de diferentes modelos em cinco questões centrais:

- Os conflitos de agência
- Os custos de agência

- Os direitos assimétricos
- O equilíbrio de interesses de *stakeholders*
- As forças de controle

As medidas de controle, monitoramento, e remuneração propostas pela Governança Corporativa tornam a gestão mais eficiente, evitando ou dificultando os desvios de conduta de gestores na direção das organizações. Deve-se apontar também que essas medidas acarretam custos para que o alinhamento de interesses seja realmente eficiente.

2.1.1. Economia dos Custos de Transação (ECT)

As citações de Silveira (2004) e Rogers (2006) se relacionam com os conceitos da Teoria conhecida como Economia dos Custos de Transação (ECT), de Coase (1937). Silva Filho (2006) salienta que o questionamento de Coase com relação à possibilidade de se obter fora da empresa melhor custo de uma atividade antes executada internamente, levou ao estabelecimento da visão contratual entre os agentes. Na visão clássica, as empresas eram vistas apenas como meios de produção para suprir a necessidade da população, sendo que o primeiro maximizava lucros, e o segundo, as utilidades, assumindo para isso vários pressupostos, entre eles o de que os agentes possuem informações perfeitas sobre o preço atual e o futuro, e que não existem economias de escala e de escopo.

Apesar de sua importância, as firmas eram mais complexas do que a Teoria Clássica conceituava, possuindo uma organização hierárquica com vínculos contratuais entre os agentes. Esta teoria seria a base da Nova Economia Institucional (ROGERS, 2006). Em consonância com esta nova abordagem das firmas, Bernardes e Brandão (2005) identificaram três visões diferentes da firma: i) a visão administrativa, ii) a visão dos recursos e conhecimento e, iii) a visão da Teoria da Agência, economia de custos de transação e mecanismos de governança (visão contratual).

A relação entre a empresa e os agentes econômicos, como acionistas, funcionários e fornecedores, entre outros, gera um custo de transação para a empresa. Alchian e Demsetz (1972) citaram a impossibilidade de se elaborarem contratos completos e perfeitos entre a empresa e os agentes econômicos, acarretando um custo a ser considerado na contratação entre os agentes econômicos que não podem ser cobertos pelos contratos. Silva Filho (2006, p. 263) citou outros três pontos a serem considerados: 1) a racionalidade limitada dos agentes, impedindo que os gestores tomem sempre, continuamente, a melhor decisão maximizadora de

resultados; 2) o comportamento oportunístico dos agentes, que os motiva a agir de modo a obter benefícios sobre outros agentes com quem se relacionam, e 3) a assimetria de informações, caracterizada pela desigualdade no acesso às informações por parte dos agentes, impedindo que uma relação contratual seja benéfica do ponto de vista da sociedade.

2.1.2. Governança Corporativa no Brasil

No Brasil a implantação dos mecanismos de Governança Corporativa ganhou mais força com a abertura comercial a partir do início da década de 90 e com a criação, em 1995, do IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, que em 1999 foi transformado em IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. A alteração visou a ampliar a influência dos responsáveis pela administração das empresas no país, tornando as ações de gestão mais transparentes, responsáveis e igualitárias. Neste mesmo ano, o Instituto lançou seu primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Atualmente, o Código se encontra em sua quarta edição abrangendo, além da caracterização dos conselhos de administração da primeira versão, também aspectos relacionados aos outros agentes de Governança Corporativa, como sócios, gestores, auditorias e conselho fiscal (IBGC, 2015).

Salienta-se que, na quarta edição do Manual de Melhores Práticas de Governança Corporativa, do IBGC, é recomendada a questão de “uma ação-um voto”, em que não há tipos diferentes de ações. Silveira (2002) e Dami (2006) citam que no mercado de capitais brasileiro há dois tipos de ações, as ordinárias e as preferenciais, o que proporcionaria ao acionista majoritário a possibilidade de controlar a empresa ainda que sua participação seja inferior a 50% do capital total.

Como exemplo, Dami (2006) citou a situação hipotética, mas legalmente possível, em que uma empresa pode possuir no mercado de ações para negociações, dois terços de ações sem direito a voto e um terço com direito a voto. Neste caso, para que o controlador desta empresa possua 50% das ações com direito a voto seria necessário, apenas, 17% das ações da empresa, isto é, 50% de 33,3%.

A presença de um acionista controlador no comando da empresa pode ser ou não benéfica e ainda há pesquisas sobre o tema, já que não há consenso na literatura acadêmica, conforme apontaram diversos estudos, entre eles os de Shleifer e Vishny (1986), que defenderam o efeito positivo de grandes acionistas no desempenho das empresas, ou

Claessens *et al* (2002), Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al* (1999), que citaram ou sugeriram a expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários.

No primeiro caso, os autores apontaram que a presença de acionistas majoritários junto aos gestores da empresa pode direcionar as ações da empresa para a maximização da riqueza de todos os acionistas, reduzir os conflitos de agência e equilibrar as decisões de curto e longo prazo. Por outro lado, de acordo com os outros autores sugeriu-se que os acionistas poderiam direcionar a estratégia da empresa para atender interesses próprios, influenciar na seleção de funcionários para cargos diretivos ou de conselheiros, ou mesmo, utilizar o nome da empresa para obter privilégios em transações pessoais.

No Brasil, há concentração de controle das empresas nas mãos de poucos acionistas, conforme conclusões de estudos como os de Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002), Silveira *et al* (2004), e Leal e Carvalho da Silva (2005). Os estudos concluíram haver elevado grau de concentração de capital votante no Brasil nas mãos de um ou dos três maiores acionistas, ou por meio de pirâmides, em que um acionista é controlador de uma empresa, e esta empresa é sócia majoritária de outra. Tais trabalhos corroboram pesquisas internacionais, como a de La Porta *et al* (1999), que citaram a expropriação praticada por acionistas majoritários em relação aos minoritários, especialmente em economias emergentes.

2.2. Mecanismos de Governança Corporativa

Mecanismos de Governança Corporativa foram definidos por Shleifer e Vishny (1997, p. 738) como “instituições legais e econômicas que podem ser alteradas pelo processo político”, enfatizando o poder do mercado e não o governo, como regulador de práticas corporativas eficientes, em referência à teoria evolucionária de mudança econômica. Entretanto, eles também concordaram que, apesar de a força competitiva do mercado ser a mais poderosa para a eficiência deste mercado, esta sozinha não seria capaz de resolver os problemas de governança nas corporações. Desta forma, a implantação de forças complementares seria necessária para que a empresa atenda aos interesses de todos os *stakeholders*.

Para que a Governança Corporativa impulsionasse os resultados no desempenho e no valor das empresas, seria preciso que os chamados mecanismos de controle fossem aplicados, como apontaram em seus estudos, Silveira (2002), Andrade e Rossetti (2004), Rogers (2006)

e Dami (2006), entre outros. Estes mecanismos atuam no alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas evitando os conflitos de agência.

Silveira (2002) enfatizou como as práticas de gestão e seus mecanismos de governança são vistos como vantagem competitiva no mercado empresarial, além de importantes na redução dos custos de agência. No mesmo trabalho, o autor também citou os Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa, conforme Figura 1.

FIGURA 1 – Mecanismos de Governança Corporativa

MECANISMOS INTERNOS	MECANISMOS EXTERNOS
Conselho de Administração	Mercado de aquisição hostil
Sistema de Remuneração	Mercado de trabalho competitivo
Estrutura de Propriedade (Posse de Ações pelos gestores e Conselheiros)	Relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente (auditoria e agentes do mercado financeiro)

Fonte: Silveira, 2002

Outros autores, como Andrade e Rossetti (2004), foram além dos mecanismos definidos por Silveira (2004) e incluíram, também, a participação de todos os personagens do mercado de capitais (acionistas, governo e o próprio mercado competitivo) como força impulsionadora da Governança Corporativa.

Andrade e Rossetti (2004, p. 114) dividiram os mecanismos em duas forças: as internas e as externas. A primeira seria aplicada no ambiente interno da empresa e a segunda, pelo mercado, incluindo órgãos reguladores e *stakeholders*, ou seja, o ambiente externo. Os autores apresentaram de forma resumida os mecanismos de cada categoria, conforme abaixo:

FORÇAS EXTERNAS

- Definição de mecanismos regulatórios
- Padrões contábeis exigidos
- Controle pelo mercado de capitais
- Pressões de mercados competitivos
- Ativismo de investidores institucionais
- Ativismo de acionistas

FORÇAS INTERNAS

- Concentração de propriedade acionária

- Constituição de conselhos guardiões
- Modelos de remuneração de gestores
- Monitoramento compartilhado
- Estruturas multidivisionais de negócios

O sistema de remuneração de executivos, os mecanismos de controle e monitoramento, como o acompanhamento de membros do Conselho de Administração, e de normatização legal e de fiscalização pelo mercado e por auditores independentes citados por Andrade e Rossetti (2004) e Silveira (2004) entre outros, corroboram o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC, que recomenda ações que visem à redução da expropriação de gestores sobre acionistas ou de acionistas majoritários sobre os minoritários.

Entretanto, se havia mecanismos de proteção aos recursos dos investidores, também se fazia necessário pesquisar como os mecanismos de Governança Corporativa se relacionavam com resultados e indicadores financeiros das empresas.

Estudos, como os de Silveira (2002), Leal e Carvalhal da Silva (2005), Lameira, Ness Júnior e Macedo Soares (2007), Lameira (2007), Peixoto (2012) verificaram a influência dos mecanismos de Governança Corporativa no valor, no desempenho e no risco das empresas. O objetivo destes estudos era comprovar a relação positiva entre os mecanismos, o desempenho, a valorização e o risco das ações das empresas de capital aberto. Acredita-se que investidores estejam dispostos a pagar um valor extra por ações de empresas que ofereçam garantias adicionais aos investidores, ao mesmo tempo em que fornecem maior transparência de suas ações e projetos futuros para o mercado e menor risco de redução do valor investido.

Desse modo, estudos que vinculem os níveis diferenciados de Governança Corporativa (detalhados no item 2.4) ao valor e ao desempenho de empresas são comuns, especialmente em mercados emergentes como o Brasil. Cita-se aqui o trabalho de Lameira, Ness Junior e Macedo-Soares (2007) que pesquisaram se a prática de mecanismos de Governança Corporativa já tinha trazido resultados positivos para o valor das empresas. A pesquisa com regressão linear múltipla utilizou como variáveis binárias a adesão às ADR's (*American Depositary Receipts*) de níveis 2 e 3, e de adesão aos Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa e de inserção no Novo Mercado. O resultado deste estudo já indicava relação positiva dos mecanismos de Governança Corporativa no valor das empresas das companhias abertas listadas em bolsa.

2.3. Governança Corporativa em Instituições Financeiras

Pesquisas sobre Governança Corporativa em diferentes setores da economia foram realizadas com o intuito de verificar a eficácia de seus mecanismos para os acionistas. Por isso, em menor quantidade, mas com objetivo semelhante, a Governança Corporativa, especificamente em Instituições Financeiras vem sendo estudada há pelo menos três décadas, quando Fama (1985), em seu artigo *“What’s different about banks?”* lançou dúvida se a aplicação dos mecanismos de Governança Corporativa em bancos deveria seguir as mesmas regras das empresas não financeiras. Desde o lançamento deste artigo, outros estudos como os que serão apresentados a seguir levantaram questões sobre o uso dos mesmos mecanismos em empresas financeiras e não financeiras. As conclusões dos estudos mostraram que ainda é preciso maior quantidade de estudos para o entendimento dos mecanismos neste setor.

Polo (2007) apresentou consideração sobre o tema governança corporativa em bancos, usando argumentos favoráveis e contrários ao uso de mecanismos para proteção aos acionistas em firmas em geral e replicando questões de estudos em empresas não financeiras neste setor. Além disso, o autor apontou a dificuldade de implantação da governança corporativa em bancos, devido à falta de transparência e à forte regulação governamental no setor, justificando, em parte, a adoção das novas regras do Acordo de Basileia II ou Novo Acordo. Conforme BACEN (2015b), os três pilares do Novo Acordo se apoiavam no i) Requerimento de Capital, ii) na Adequação dos Capitais dos Bancos e iii) na Disciplina de Mercado.

Entretanto, nesta mesma pesquisa, Polo (2007) abordou estudos, entre eles o de Barth, Caprio e Levine (2005), que mostraram que a implantação dos pilares do Novo Acordo não necessariamente produziram resultados positivos, como valorização das ações e melhoria no desempenho da organização. Também se questionou sobre a necessidade de o governo controlar e monitorar os bancos e o porquê de o mercado e/ou os investidores privados não poderem fazer esse controle, ao invés do governo.

Kiekow (2013) pesquisou a estrutura de Governança Corporativa em instituições financeiras brasileiras, avaliando a Estrutura de Propriedade e os Conselhos de Administração. Com o objetivo de estudar a relação de causalidade entre a escolha dos conselheiros e a estrutura de propriedade dos bancos, foi executada uma análise com dados em painel, com efeitos fixos, envolvendo a estrutura de 88 instituições financeiras brasileiras, no período de 2001 a 2011, cuja conclusão foi de que algumas características dos Conselhos

de Administração são explicadas pela estrutura de propriedade, como tamanho e independência do conselho.

Zanotelli (2014) pesquisou a relação entre a composição dos Conselhos de Administração dos 20 maiores bancos, a Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE), a Rentabilidade do Ativo (ROA) e a Razão do Valor de Mercado (RVM). A composição do conselho de administração levantada seguiu as recomendações do Comitê de Basileia quanto à sua estrutura. Os resultados foram divididos em duas partes: na primeira considerou-se a alavancagem de controle do maior acionista e na segunda, foi considerada a alavancagem dos três maiores acionistas de cada banco. Por meio de regressão linear múltipla, constatou-se que, quanto ao ROE e ao ROA, os menores níveis de Governança Corporativa demonstraram influência negativa para os dois tipos de controle, enquanto o Nível 3 mostrou influência positiva sobre o resultado.

2.4. Aspectos Legais e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA

Fraudes contábeis em empresas americanas, como a WorldCom e Enron, vieram a público no início do século XXI nos Estados Unidos levantando a questão sobre a gestão e o monitoramento das empresas de capital aberto. Como resposta, em 2002 houve a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley, conhecida como SOX, em que foram estabelecidas regras mais rígidas para os gestores das empresas americanas. Segundo Bhagat e Bolton (2009), a aprovação desta lei objetivava a melhoria na gestão das companhias e a não repetição de escândalos de gestão fraudulenta ocorridas, como a dos anos anteriores.

A primeira grande regulamentação legal no mercado de ações brasileiro ocorreu em 15 de Janeiro de 1976, com a promulgação da Lei 6.404, conhecida como a Lei das Sociedades por Ações. Seu objetivo foi de organizar e democratizar um incipiente mercado com potencial de expansão no país, principalmente como forma de atrair os pequenos poupadores privados para o mercado de capitais. Até então, o mercado de capitais era direcionado para atender às demandas de empresas familiares. Ao longo dos 30 anos da primeira Lei, foram feitas alterações no seu texto, incluindo obrigações, garantias e direitos aos investidores e às empresas, que vieram a somar a outro importante passo ocorrido em 2001, com a Lei 10.303, a chamada Nova Lei das S.A's. (OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004)

Okimura (2003) salienta também as alterações na regulamentação das sociedades anônimas nos últimos vinte anos, como a Lei 9.457/1997, que redefiniu as competências do Banco Central do Brasil - BACEN e da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, dando maiores poderes para que a CVM coibisse ilícitos financeiros, e conferiu aos acionistas preferenciais garantia de Dividendos no mínimo 10% superiores aos portadores de ações ordinárias.

Anos depois, as Leis 11.638/2007 e 11.941/2009 também alteraram regulamentos sobre as sociedades anônimas, sobre o mercado de capitais e sobre o cálculo dos JSCP das empresas (BRASIL, 2007; BRASIL, 2009).

O surgimento do Comitê de Pronunciamento Contábil (CPC), criado pela Resolução do Conselho Federal de Contabilidade nº 1.055/05 visava ao estudo, à padronização e à convergência de informações técnicas contábeis brasileiras com os padrões internacionais de contabilidade (CPC, 2015).

Com a introdução dos Níveis de Governança Corporativa, as alterações na Lei da S.A., a instituição de entidades contábeis para estudar e convergir o contexto técnico nacional com o internacional, percebe-se um esforço conjunto de autoridades governamentais e participantes do mercado de capitais em buscar maior eficiência do mercado de capitais. Infere-se que a melhoria na qualidade e na quantidade de informações das empresas disponibilizadas ao mercado tenderia a atrair maior quantidade e volume de recursos de investidores.

Silveira (2004) apontou que a Lei 10.303/01, conhecida como a Nova Lei das S.A's, fortaleceu as garantias aos acionistas minoritários e aos portadores de ações preferenciais.

Neste sentido, alguns pontos destacados em relação a estas garantias são apresentados por Silveira (2004, pp. 57-58) conforme segue:

- a) a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- b) a obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia em caso de alienação

direta ou indireta de controle, assegurando aos minoritários o preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle (*tag along* para ordinaristas);

c) o direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que estes representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;

d) a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;

e) a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a resolução de conflitos.

Paralelamente ao debate sobre Governança Corporativa ocorrida no Brasil e no mundo, os Níveis diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA foram criados, a partir de 2000, para que as empresas aderissem voluntariamente aos segmentos, de acordo com o perfil de cada companhia. Os segmentos diferenciados exigem adesão às regras que vão além dos exigidos pela Nova Lei das Sociedades Anônimas (Nova Lei das S.A), proporcionando ao mercado maior quantidade e qualidade de informações, e com isso, reduzindo o risco aos investidores (SILVEIRA, 2004; BM&FBOVESPA, 2015).

Os Níveis diferenciados são, em ordem crescente, de adequação a regras: Bovespa – Tradicional, Bovespa Mais, Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e Novo Mercado. Na Figura 2 são apresentadas as Instituições Financeiras pertencentes aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo, conforme consulta ao site da BM&FBOVESPA em 08/09/2015.

A BM&FBOVESPA criou um Índice de Ações com Governança Corporativa diferenciada, o IGC, composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança, isto é, que tenham feito adesão aos níveis 1, 2 ou Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Em 30 de Abril de 2015, constavam 16 ações de instituições financeiras no site da bolsa de valores como pertencentes a este índice, conforme Figura 3.

FIGURA 2 – Instituições Financeiras nos Níveis de Governança Corporativa

NOVO MERCADO	
Banco do Brasil	
NÍVEL 2	
Banco ABC Brasil	Banco Pine
Banco Daycoval	Banco Indusval
Banco Sofisa	
NÍVEL 1	
Banco Pan	BicBanco
Banrisul	Bradesco
Itausa	Paraná
ItauUnibanco	
SEGMENTO TRADICIONAL	
Banco Alfa de Investimentos	Banco de Brasília – BRB
Banco Amazônia	Banco BTG Pactual
Banco Estado de Sergipe – BANESE	Banco Mercantil do Brasil
Banco Estado do Espírito Santo – BANESTES	Banco Nordeste do Brasil S.A
Banco Estado do Pará – BANPARA	Banco Santander S.A

Fonte: BM&FBOVESPA (2015)

Conforme Peixoto (2012) apontou em seu estudo, as mudanças legais e a proposta de níveis diferenciados de Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo, associadas à estabilidade política e econômica no Brasil e a queda das taxas de juros fortaleceu e atraiu novos investidores para este mercado. Este crescimento representou em parte um amadurecimento do mercado de capitais no Brasil, ao atrair maior quantidade de investidores e volume de recursos investidos, com o crescimento de 576% no número de investidores pessoas físicas entre os anos de 2002 e 2012. A autora citou também que mais do que o interesse em maiores rentabilidades no mercado variável, um dos atrativos para a migração foi a melhoria na eficiência no mercado brasileiro de ações, associada à queda na taxa de juros neste período.

Dentre os papéis desempenhados pelos bancos no fomento à economia nacional, Silveira (2004) chama a atenção para o papel de influenciador das instituições que financiam o mercado corporativo e a importante contribuição destes personagens no desenvolvimento e consolidação da governança corporativa no Brasil, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, que poderiam enfatizar e difundir a Governança Corporativa junto às empresas nacionais ao receberem recursos financeiros. Silveira (2004) defendeu que a adesão das empresas às práticas de Governança Corporativa traria benefícios aos seus investidores e neste caso também ao governo, pois traria maior

segurança ao mercado, na medida em que exigiria dos gestores melhor gestão corporativa, como pré-requisito para acesso aos recursos oferecidos por esta instituição.

FIGURA 3 – Ações de Intermediários Financeiros pertencentes ao IGC (posição em 30/04/2015)

CÓDIGO	AÇÕES	TIPO
ABCB4	ABC BRASIL	PN N2
BPAN4	BANCO PAN	PN N1
BRSR6	BANRISUL	PNB N1
BICB4	BICBANCO	PN N1
BBDC3	BRADESCO	ON N1
BBDC4	BRADESCO	PN N1
BBAS3	BRASIL	ON NM
DAYC4	DAYCOVAL	PN N2
IDVL4	INDUSVAL	PN N2
ITSA3	ITAUSA	ON N1
ITSA4	ITAUSA	PN N1
ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON N1
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN N1
PRBC4	PARANA	PN N1
PINE4	PINE	PN N2
SFSA4	SOFISA	PN N2

Legenda: ON – Ações Ordinárias; PN – Ações Preferenciais; N1 – Nível 1 de Governança Corporativa; N2 – Nível 2 de Governança Corporativa; NM – Novo Mercado

Fonte: BM&FBOVESPA (2015)

Em uma visão mais ampla, a partir do trabalho de Silveira (2004), infere-se que a posição de influência e a atuação incentivadora do governo e de instituições levariam a uma aproximação e a uma confiança maior de investidores, especialmente os pequenos, no mercado de capitais e na menor diferença de tratamento entre acionistas majoritários e minoritários por parte das empresas. A crescente procura por ações e o interesse desses investidores elevariam o valor das ações das empresas e reduziriam o custo de capital para as companhias captarem recursos, facilitando o desenvolvimento de projetos e investimentos. Este seria o “círculo virtuoso para a Governança Corporativa” proposto por Silveira (2002, p. 40), que fortaleceria a competitividade de companhias nacionais no mercado interno e externo, fazendo frente à concorrência de empresas estrangeiras e podendo influenciar positivamente no desenvolvimento econômico nacional.

A manutenção e a atração de investidores para o mercado de capitais seriam o primeiro passo para a redução do custo de capital para as empresas, mas questiona-se nesta

pesquisa o que manteria o interesse de investidores no mercado de ações ou, mais especificamente, o que levaria um investidor a manter o investimento em determinados papéis, ao invés de transferir seus recursos para outros setores. Essa questão poderia ser respondida com algum retorno que o investidor pudesse visualizar ou projetar no futuro. Seja com o ganho do capital investido na venda do seu ativo (ações), seja com o recebimento de Dividendos periódicos das empresas que receberam os recursos ou, na melhor das hipóteses, nas duas situações. Sendo assim, a Política de Dividendos da empresa seria importante fator a ser considerado para a atração de investidores e como fator competitivo para as organizações que dispusessem desta forma de captação.

3. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Antes da citação de estudos referentes à Política de Dividendos e Governança Corporativa, será apresentada uma breve introdução e um conteúdo relacionado ao tema Instituições Financeiras. Esta parte será importante para a definição da amostra estudada nesta pesquisa, visto que outras instituições não financeiras também se equiparam às instituições financeiras, conforme mostrado a seguir.

3.1. Conceito e Supervisão das Instituições Financeiras

A Lei 7.492/86 conceitua Instituições Financeiras da seguinte forma:

Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários (BRASIL, 1986).

Esta mesma Lei expõe outras atividades que se equiparam às de Instituição Financeira, como segue abaixo:

Equipara-se à Instituição Financeira:

I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual (BRASIL, 1986).

Criado em 1965, o Banco Central do Brasil – BACEN é o órgão responsável pela supervisão e regulamentação das instituições financeiras no Brasil, além de possuir competência para supervisionar outras instituições, como sociedades de crédito imobiliário, corretoras e distribuidoras de crédito imobiliário e cooperativas de crédito. Ao BACEN, como entidade pertence ao subsistema de supervisão do Sistema Financeiro Nacional (junto com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC), cabe autorizar o funcionamento e supervisionar as instituições financeiras tendo como objetivo zelar pela adequada liquidez e pela estabilidade da economia, além de promover o aperfeiçoamento do sistema financeiro nacional (BACEN, 2015b).

3.2. Acordos de Basileia

Em 1975 houve a criação do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (em inglês, *Basel Committee on Banking Supervision* ou pela sigla *BCBS*), entidade criada pelos bancos centrais dos países representantes do G10 (Grupo dos países mais industrializados da Europa,

além de Canadá, Estados Unidos e Japão). Esta entidade foi criada após sucessivas crises originadas pela desregulamentação do setor bancário a partir da década de 70 e que levaram à falência bancos na Alemanha (Herstatt Bank) e nos EUA (Franklin National). A criação do órgão supervisor, portanto, deu-se como contrapartida a esta desregulamentação, com o objetivo de normatizar este setor quanto aos riscos das operações no mercado, apontadas como causa daquelas falências (AMORIM, 2011).

O primeiro acordo assinado pelo G10 em 1988 visava, com suas regulamentações, a proporcionar maior solvência ao sistema bancário, além de aprimorar o ambiente competitivo neste setor (VEIGA, 2008).

Segundo Amorim (2011), em 1988, o Comitê divulgou o documento final *“International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”*, que discorria sobre os dois principais objetivos do comitê: fortalecer a estabilidade do sistema financeiro nacional e tornar as novas diretrizes justas e consistentes para que a sua aplicação reduzisse de forma eficiente as desigualdades nas competições entre bancos de diferentes países. Ainda segundo o mesmo autor, com esses objetivos, seriam reduzidos os fracassos dos bancos, garantida maior liquidez ao sistema financeiro e estabelecidos normas padronizadas e limites operacionais para os bancos com operações internacionais.

Amorim (2011, p. 70) destacou os países que compunham o comitê em 2011: Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Hong Kong, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Coreia, Luxemburgo, México, Holanda, Rússia, Arábia Saudita, Cingapura, África do Sul, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos. Os países são representados nas reuniões por seus bancos centrais ou pela autoridade responsável pela supervisão bancária.

O Acordo de Basileia II ou Novo Acordo foi assinado em 1996 pelos membros do G10, mas implantado pelo BACEN no Brasil em 2004. O acordo de Basileia II ia além do anterior, inserindo novos conceitos a serem seguidos, com relação à análise de risco, supervisão bancária e divulgação de informações das empresas ao mercado (VEIGA, 2008).

Carvalho e Santos (2008, p. 4-5) citaram os três pilares do Novo Acordo conforme abaixo:

Pilar I: Requerimento de Capital: Cálculo dos requerimentos de capital para risco de crédito: a partir de medidores de risco de mercado, de crédito e operacional.

Pilar II: Revisão pela Supervisão do processo de avaliação da adequação de capital dos bancos: os Supervisores são responsáveis por avaliar a adequação do capital econômico aos riscos incorridos pelos bancos; sob a ótica das instituições financeiras, significa a adoção de práticas de gerenciamento com ampla aceitação e utilização pelos participantes do mercado.

Pilar III: Disciplina de Mercado: preconiza a divulgação de informações sobre os riscos e gestão por parte dos participantes do sistema bancário.

Goes (2014) salientou que o risco dos bancos é medido pelos Ativos Ponderados pelo Risco (ou em inglês RWA - *Risk Weighted Assets*), isto é, são aplicados fatores de ponderação de risco para cada ativo do banco, e para cada tipo de risco a que o ativo está exposto. O Banco Central de cada país é o regulamentador dos fatores de ponderação. Apontou ainda que o nível mínimo recomendado pelo Acordo de Basileia II para o RWA era de 8%, e os bancos americanos, durante a crise de 2008, apresentavam em média 11%, ou seja, valor acima do necessário, insuficiente para evitar a crise americana. Daí, pode-se concluir que somente a medida de controle dos riscos não era suficiente para resguardar o equilíbrio financeiro das instituições e que seria preciso manter controle também sobre a estrutura de capital e a alavancagem financeira.

Seguindo as recomendações do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS), que sugeriram novas regras para o setor em sua reunião de 2010, o órgão supervisor de instituições financeiras no Brasil, o BACEN, implantou novas regras relativas à estrutura de capital de Instituições Financeiras no Brasil, com o objetivo de “aperfeiçoar a capacidade das instituições financeiras de absorver choques, fortalecendo a estabilidade financeira e a promoção do crescimento sustentável”. Estas novas regras ficaram conhecidas como Basileia III (BACEN, 2015b).

Para Goes (2014), o Acordo de Basileia III apresentou uma nova proposta de composição mínima dos capitais em relação ao Novo Acordo. O Nível I seria composto pelo capital de melhor qualidade (assim como no acordo anterior), além de instrumentos híbridos de capital e dívida, chamados de contingentes conversíveis, e de valores mínimos de reserva. Os contingentes conversíveis são *dívidas* subordinadas que, quando determinados limites mínimos são atingidos (por exemplo, o valor da empresa no mercado, ou alguma medida contábil é alcançada), a dívida principal é convertida em ações da empresa. Já o Nível II seria composto por elementos capazes de absorver perdas no caso de falência da instituição: as

dívidas subordinadas. Desta forma, segundo o BCBS, os bancos estariam mais protegidos em caso de crises financeiras.

Os acordos de Basileia não fizeram referência direta aos mecanismos de Governança Corporativa, (com exceção do Terceiro Pilar do Novo Acordo, que faz menção a transparência), mas observa-se, pelos estudos aqui apresentados, que há uma convergência entre os objetivos dos acordos de Basileia e da proteção aos investidores e acionistas minoritários da Governança Corporativa.

4. DIVIDENDOS

4.1. Conceito, Tipos e Processo de Pagamento de Dividendos

Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 366) definiram que “o termo dividendo refere-se à distribuição de lucros em dinheiro”, apesar de salientarem que há uma segunda forma de distribuição de lucros aos acionistas, também usada pelo mercado: recompra de ações. O processo de pagamento de Dividendos inicia-se com a análise e a autorização do Conselho de Administração da empresa, pela remuneração aos investidores pelo capital investido. Uma vez que o pagamento de Dividendos é aprovado pelo conselho de administração, a empresa precisa transferir os recursos para os acionistas, conforme data estabelecida na reunião dos conselheiros. Ross, Westerfield e Jordan (2008, p.366-367) também citaram quatro tipos básicos de Dividendos:

- a) *Regulares*: Dividendos pagos em dinheiro aos acionistas, geralmente a cada trimestre;
- b) *Extraordinários*: com esta denominação os gestores da empresa estariam sinalizando que parte dos Dividendos pagos pode não se repetir no futuro;
- c) *Especiais*: semelhante ao anterior, porém este será único e não se repetirá no futuro;
- d) *Liquidação*: dividendo pago aos acionistas para liquidação total ou parcial da empresa.

Sobre o processo de pagamento, o Conselho de Administração da empresa é quem determina a distribuição dos Dividendos em uma data e após sua definição dá-se o início do processo convencional de pagamento de Dividendos. Esta data marcada para o pagamento é chamada de *data de declaração*. A partir daí, a empresa precisa garantir que as pessoas certas recebam o dinheiro correspondente aos Dividendos. Para isso é marcada uma *data de registro*, época em que é feito um levantamento para a empresa saber quem são seus acionistas, e que fazem jus ao recebimento dos Dividendos. Mas como pode haver mudança de proprietários das ações durante esse processo, é definida uma data conhecida como *ex-dividendo*. Esta data é ajustada para exatamente dois dias úteis antes da data de registro. Portanto, quem adquirir uma ação nesta data ou após, não receberá Dividendos, mas sim, o proprietário anterior que fará jus ao recebimento. Por fim, é feito o pagamento na *data de pagamento* previamente marcada na reunião do conselho de administração. (ROSS, WESTERFIELD E JORDAN, 2008)

Uma das peculiaridades a respeito da distribuição de lucros no Brasil é apontada em diversos estudos, entre eles o de Forti e Schiozer (2012), que seria o dividendo mínimo

obrigatório. Weber (2008) citou que esses Dividendos seriam recebidos conforme o determinado pelo estatuto da empresa, ou metade do lucro líquido ajustado do exercício, acrescido ou reduzido da reserva legal, da reserva para contingências e da reversão de reservas de exercícios anteriores.

Mas a Lei 10.303/01 alterou a Lei 6.404/76, em seu Artigo 202, afirmando que em caso de omissão do estatuto da empresa, o dividendo obrigatório não poderia ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Ficou estabelecido também em seu Quarto Parágrafo, que dependendo da situação financeira da empresa, o pagamento de Dividendos poderia ser suspenso por recomendação dos diretores da empresa e por aprovação dos conselheiros fiscais e da assembleia geral de acionistas (BRASIL, 2001).

Outra forma de remunerar o capital dos acionistas seriam os Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) criado pela Lei 9.249/95. A empresa que optar por esta forma de distribuição pode utilizar o valor pago para redução do imposto de renda e da contribuição social, se devidos. Esta forma de distribuição de lucros não é vantajosa para o acionista, já que este terá o valor reduzido pelo imposto de renda, o que não aconteceria se recebesse sua parte dos lucros na forma de Dividendos (BRASIL, 1995; WEBER, 2008).

4.2. Política de Dividendos

A relevância em torno da definição da política de Dividendos da empresa traz consigo decisões prévias sobre projetos futuros da empresa, além de envolver diferentes personagens dentro da organização. Por exemplo: a decisão de pagamento de Dividendos, como já mencionado, é definida pelo Conselho de Administração como forma de retribuição ao investimento do capital do investidor, porém, estes recursos poderiam ser usados pelos gestores para financiamento interno (capital de giro) ou de projetos de investimento. Além disso, no caso brasileiro, ainda há a possibilidade de pagamento de JSCP, ao invés de distribuição de Dividendos, obtendo-se desta forma, vantagens fiscais e tributárias, o que envolve de certa forma, as áreas financeira e contábil. Por fim, há também a possibilidade de não se distribuírem os lucros da empresa, mas sim, de a empresa oferecer a opção de recompra das ações em poder dos acionistas, o que também pode oferecer ganhos fiscais para a empresa. Como se vê, são decisões que envolvem setores diferentes da empresa e com impactos significativos no caixa da organização.

Nesta parte do trabalho foram citados estudos sobre as teorias de Política de Dividendos (Teoria do Pássaro na Mão, Teoria da Sinalização, Efeito Clientela e Teoria da Preferência Tributária), além de abordar peculiaridades relacionadas ao pagamento de Dividendos no mercado brasileiro.

Martins e Fama (2012) citaram que a estabilidade econômica no Brasil, a partir de 1990, acelerou a discussão sobre políticas de Dividendos, enquanto no exterior os estudos sobre este tema tenham se iniciado na década de 50. As peculiaridades sobre o tema no Brasil, com a inclusão, a partir de 1996, dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) trazem maior interesse sobre o assunto, não só para pesquisadores, como também para empresas e investidores.

Loss e Sarlo Neto (2003) mencionaram que o valor de uma empresa é consequência de decisões da administração em relação à política de crescimento aliado à função da sua política de financiamento. A primeira delas diz respeito à expectativa de crescimento das vendas da empresa, dependendo de fatores internos da organização e externos do mercado. A segunda é baseada no risco envolvido nas escolhas de fontes de financiamento para a empresa ao longo do tempo. Os autores apontaram três fontes de recursos para o financiamento de projetos da empresa: 1) *o uso de recursos próprios por ela gerados ou retidos*: a empresa utilizaria capital social ou reteria parte dos lucros obtidos; 2) *a nova entrada de capital*: emissão de novas ações ao mercado; e 3) *o uso de dívidas*: financiamento bancário.

A retenção de parte dos lucros integra o planejamento de investimentos para os próximos anos das empresas na medida em que pode ser útil como fonte de recursos para financiar a produção ou como capital de giro de uma organização. De forma contrária, há autores que acreditam que o pagamento de maiores Dividendos pode ser uma forma de atrair maior quantidade de recursos no mercado de capitais.

Procianoy e Verdi (2003) complementam a teoria a respeito da importância da Política de Dividendos para os investidores e para a organização e também discorrem sobre as taxas de juros sobre a distribuição de Dividendos para os investidores, que na maioria dos países deste estudo, era superior aos ganhos sobre capital próprio.

Ross, Westerfield e Jordan (2008) discorreram sobre duas abordagens diferentes para a Política de Dividendos: a abordagem residual e a intermediária.

Na abordagem residual, o pagamento de Dividendos é realizado com a “sobra” de recursos não utilizados pela empresa para novos investimentos. Os autores explicam que há um alto custo para emissão de novas ações da empresa (custos de transação). Essa nova emissão de ações é necessária caso a empresa possua um alto índice de distribuição de Dividendos, e seja necessária captação de recursos para a continuidade de seus projetos. De forma contrária, uma empresa que possua menor índice de distribuição de Dividendos poderia usar esses recursos não distribuídos como capital para seus projetos de investimento e com menor custo.

Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 374) apontaram a abordagem intermediária como a opção mais comum no contexto organizacional. Esta Política de Dividendos é baseada em cinco objetivos principais, conforme apresentação em ordem decrescente de importância dos autores:

- 1 – Evitar desprezar projetos com VPL positivo;
- 2 – Evitar reduções de Dividendos;
- 3 – Evitar a necessidade de emissões de novas ações;
- 4 – Manter um quociente ótimo entre dívidas e capital próprio e
- 5 – Manter um índice desejado de distribuição de Dividendos.

Na abordagem intermediária, o índice de Dividendos pode variar no curto prazo, permitido à empresa utilizar o saldo em caixa. Mas no longo prazo, com o crescimento do fluxo de caixa da empresa, a tendência seria o aumento da distribuição destes lucros. Desta forma, seria reduzida a distribuição de Dividendos no curto prazo, bem como a emissão de novas ações, reduzindo-se os custos de transação destas operações no mercado financeiro. Os autores salientam a possibilidade de ocorrência de forte instabilidade no pagamento de Dividendos no curto prazo, mas que, eventualmente, possa ser contornada com o pagamento de Dividendos extraordinários. Desta forma, a empresa estaria sinalizando que o aumento no lucro da empresa seria temporário.

4.2.1. Dividendos X Juros Sobre o Capital Próprio

O debate em relação à Política de Dividendos inclui também a distribuição dos lucros da empresa por meio dos Dividendos ou a retenção destes recursos para manutenção e

financiamento de projetos da organização que poderiam gerar maiores benefícios para os acionistas com os ganhos sobre o capital. Uma importante questão sobre esta decisão relaciona-se com a tributação, que pode ser, para o investidor no caso de distribuição de lucros por meio dos ganhos sobre o Capital Próprio ou, para a empresa no pagamento de Dividendos.

A Lei 9.249/95 instituiu os Juros sobre o Capital Próprio como alternativa para a empresa remunerar o recurso do investidor. Esta alternativa favorecerá a empresa à medida que poderá usar o pagamento dos juros para dedução no cálculo do imposto de renda e da contribuição social, gerando economia tributária. Em contrapartida, o investidor que receber os juros, terá que pagar imposto de renda retido na fonte pelos ganhos, à alíquota de 15%, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário. A taxa de juros a ser usada para cálculo do valor a ser pago ao investidor deve ser estabelecida pela empresa pagadora, limitada a variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (BRASIL, 1995).

A Lei 10.303/2001 regulamentou que, em caso de omissão do estatuto da firma e caso a assembleia geral decida incluí-lo no documento, seria obrigatória a distribuição de pelo menos 25% do lucro líquido ajustado da empresa. (BRASIL, 2001) Embora haja também casos em que a empresa poderia optar por distribuir maior percentual do seu lucro como forma de atrair ou manter investidores na empresa.

Procianoy (1994) pesquisou sobre a alteração de alíquota de juros sobre os Dividendos e sobre ganhos de capital no Brasil no fim da década de 80. A partir desta alteração legal, os Dividendos passaram a ser isentos de tributação, enquanto os ganhos de capital passaram a ser tributados. Com esta modificação nas normas de tributação, os gestores, na defesa dos interesses dos acionistas, teriam maior propensão à distribuição de Dividendos e, como afirma o autor, caso não o fizessem, estariam diante de um custo de agência. A pesquisa comprovou que a retenção dos recursos que poderiam ser distribuídos aos acionistas por meio de Dividendos atenderia os interesses do acionista controlador, que manteria maior fluxo de caixa na empresa, diminuiria a alavancagem financeira da empresa e aumentaria influência sobre o capital da empresa. De forma oposta, o aumento no pagamento de Dividendos seria uma sinalização destes mesmos controladores de que a situação financeira desfavorável da empresa seria passageira.

Outro estudo recente é o de Bachmann *et al* (2012), que pesquisaram se a divulgação de distribuição de Dividendos e JSCP impactaria no preço de mercado das ações de empresas

do setor bancário. A conclusão dos autores indicou que há uma relação positiva entre as divulgações e o valor das empresas em datas próximas. Portanto, pelo menos para o investidor, o fator Dividendos é considerado relevante em sua decisão, ou a Política de Dividendos como fonte de financiamento não é levada em consideração para os investidores.

4.2.2. Teoria do “Pássaro na Mão”

A Teoria do “Pássaro na Mão” afirma que os investidores prefeririam receber os Dividendos assim que os lucros da empresa fossem contabilizados e distribuídos conforme autorização do Conselho de Administração. Nesta Teoria, a retenção dos lucros auferidos para o financiamento de projetos futuros não seria a melhor opção para a atração de investidores.

Loss e Sarlo Neto (2003) e Martins e Fama (2012) citaram estudos que defendiam a teoria de que empresas que distribuíssem seus lucros receberiam maiores investimentos no mercado de capitais. Essa teoria é fundamentada principalmente nos trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1963), que difundiram a Teoria do “Pássaro na Mão”. Logo, investidores tenderiam a valorizar mais aquelas empresas que distribuíssem seus lucros. Desse ponto de vista, o risco influenciaria sobremaneira na decisão do investidor em receber o quanto antes os Dividendos, e em não esperar pela realização dos ganhos de capital na venda das ações. Essa teoria ficou conhecida como teoria tradicional ou conservadora.

De forma contrária, refutando a teoria clássica, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani (1961), considerava irrelevante a política de financiamento no valor de uma empresa. Eles avaliaram que, em um mercado perfeito, em que os investidores podem planejar os investimentos futuros, não existem custos de corretagem nem tributos e que as taxas de juros sejam iguais para todos, não haveria interferência da Política de Dividendos no valor das firmas. As únicas influências no valor da empresa seriam o risco do negócio e a capacidade da organização em gerar valor ou lucro. Na evidência de assimetria informacional sobre investimentos da empresa, entre os gestores e acionistas, diferença entre carga tributária, caracterizando um mercado imperfeito, os Dividendos podem ser utilizados como sinalizadores de lucros futuros (WEBER, 2008; MARTINS E FAMA, 2012).

4.2.3. Efeito Clientela

Procianoy e Verdi (2003), Ross, Westerfield e Jordan (2008), e Weber (2008) citaram o “Efeito Clientela” apresentado por Miller e Modigliani (1961), em que as empresas

atrairiam investidores de acordo com a sua Política de Dividendos. Esse fator estaria fortemente ligado à tributação sobre os Dividendos imposta pelo governo, isto é, se os impostos sobre os Dividendos estivessem maiores, consequentemente investidores aplicariam seus recursos em corporações que distribuíssem menor quantidade de Dividendos. Neste caso, espera-se que essas empresas atraiam grandes investidores, já que estas pessoas físicas já pagariam impostos de outras fontes de renda também, e, de forma contrária, aquelas firmas que pagassem Dividendos com maior frequência tenderiam a atender os pequenos investidores ou pessoas físicas isentas de imposto de renda.

Weber (2008, p. 12) salientou os dois modelos de clientela apresentados por Miller e Modigliani (1961): o Modelo de Clientela Estático e o Modelo de Clientela Dinâmico.

No *Modelo Estático* os investidores buscariam manter em carteira as ações que se enquadram em sua preferência tributária. Em equilíbrio, cada clientela buscaria as ações desejadas até que não existissem formas possíveis de reduzir a carga tributária, e todas as empresas seriam igualmente avaliadas pelos acionistas. A Política de Dividendos não afetaria, portanto, o valor das empresas no equilíbrio. Já no *Modelo Dinâmico*, se investidores pudessem transacionar livremente as ações, a carga tributária poderia ser reduzida ainda mais. As ações que pagassem Dividendos acabariam nas mãos daqueles tributados à alíquota mínima no último dia de transação com direito a Dividendos. Depois, elas voltariam para os donos originais no primeiro dia de transação sem os Dividendos.

Teoricamente, o Modelo Dinâmico seria uma forma de comprovação da Teoria da Irrelevância dos Dividendos para o valor da empresa, porém, como Weber (2008) apontou, os custos de transação buscando a redução da carga tributária inviabilizariam as transações entre investidores. Portanto, a carga tributária seria importante fator para grandes e pequenos investidores, mas também para a empresa, visto que como afirma a autora, os Dividendos auferidos ou creditados gerariam impacto tributário na empresa, enquanto que os ganhos de capital só gerariam tributos quando ocorresse a realização do ganho de capital, isto é, a venda do ativo.

4.2.4. Teoria da Sinalização

O aumento no pagamento de Dividendos pode ser interpretado pelo mercado como um sinal de confiança da empresa em seus projetos futuros e também uma boa situação financeira da empresa no longo prazo. Neste caso, os gestores estariam sinalizando para o mercado uma projeção favorável de lucros no futuro. Se houvesse redução do pagamento de Dividendos

após um período breve de elevação destes pagamentos, o mercado poderia interpretá-lo como sinalização de período financeiro negativo desta empresa. Então, em teoria, os gestores só elevariam os Dividendos para sinalizarem expectativa de aumento nos lucros no longo prazo. A sinalização, portanto, teria uma associação positiva entre o pagamento de Dividendos e os preços das ações (MILLER E ROCK, 1985; LOSS E SARLO NETO, 2003; WEBER, 2008).

Weber (2008) menciona autores que acreditam no fato de que organizações deveriam pagar Dividendos apenas quando estivessem esgotados os projetos de financiamento. Para estes autores, não faria sentido que empresas pagassem Dividendos quando ainda possuíssem projetos de investimento a serem realizados e, portanto, poderiam utilizar esta fonte de recursos para se financiarem. Esta situação seria de empresas em fase de maturidade, daí o nome “*maturity hypothesis*” proposta por Grullon, Michaely e Swaminathan (2002).

4.2.5. Teoria da Preferência Tributária

Loss e Sarlo Neto (2009) citaram esta teoria como oposta à Teoria do “Pássaro na Mão”, pois ela defende a ideia de que os investidores tendem a investir seus recursos naquelas empresas com maior volume de distribuição de lucros. Na teoria da Preferência Tributária, havendo diferença na tributação sobre os Dividendos e os ganhos sobre o capital, o investidor preferirá a de menor tributação. Mesmo no caso de haver a mesma tributação, a escolha também seria pelos ganhos sobre o capital próprio, pois adiaria o recolhimento dos tributos pagos pelo investidor no recebimento de sua parte nos lucros.

Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) classificaram a Política de Dividendos em escolas de pensamento, que são: a Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos, a Teoria da Preferência Tributária e a Teoria do “Pássaro na Mão”. Os autores fizeram uma contraposição destas teorias, explicando que, na primeira escola de Política de Dividendos, estes seriam irrelevantes. Na segunda, haveria uma preferência dos investidores pelos ganhos de capital e, na terceira escola a melhor escolha seriam os Dividendos.

4.3. Modelos Teóricos para a Política de Dividendos

Os modelos para a Política de Dividendos são utilizados em mercados imperfeitos, como tentativas de ajustarem diferentes fatores que interferem na percepção e na avaliação de gestores e acionistas quanto ao valor e ao desempenho de uma empresa. Essa perspectiva é oposta à de Miller e Modigliani (1961) que apresentaram a teoria de não interferência dos Dividendos no valor da empresa em um mercado perfeito.

A seguir foram apresentados os modelos para a Política de Dividendos citados por Weber (2008), que ao longo dos últimos sessenta anos serviram como peças importantes para o debate sobre o assunto.

4.3.1. Modelo de Lintner

Lintner (1956) fez uma análise com 600 empresas abertas norte-americanas e entrevistas em profundidade com dirigentes de 28 destas empresas. A conclusão do autor foi que 85% dos casos de pagamento de Dividendos puderam ser explicados por seu modelo.

A equação proposta por Lintner é apresentada no Modelo 1. Nesta equação, o modelo de pagamento é explicado por Weber (2008) da seguinte forma: a variação no nível de Dividendos é calculada por dois fatores: uma constante (a_i) que pode ser zero, mas geralmente é positiva, somada à multiplicação da velocidade de ajuste dos Dividendos em relação ao lucro (c_i), multiplicado pela diferença entre o dividendo ótimo (D^*_{it}) e o valor ajustado do ano anterior ($D_{i(t-1)}$), somados com uma margem de erro (u_{it}).

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad \text{MODELO 1}$$

Sendo que:

$$D^*_{it} = r_i \cdot P_{it}$$

Ainda segundo Weber (2008), o dividendo ótimo é calculado pelo percentual de distribuição de proventos (r_i), multiplicado pelos lucros do período (P_{it}).

4.3.2. Modelo de Rozeff

Rozeff (1982), visando à redução do custo de agência, pesquisou uma forma de ponderar o pagamento de Dividendos e o custo de transações para a empresa. Do seu ponto de vista, o custo de agência poderia ser reduzido com o pagamento de Dividendos, porém nesse caso haveria custos de transações envolvidos nestas operações.

Sua teoria era baseada em três proposições: a) firmas estabelecem menores DPR (*Dividend Payout Ratios*) em situações atuais ou futuras de crescimento, pois utilizariam o lucro para se financiarem; b) empresas estabelecem menores DPR quando possuem valores do *Beta* (β) maiores, isto é, estão com alavancagem financeira ou operacional elevada e o custo para endividamento é elevado, então as firmas preferem utilizar o lucro retido, e c) quando *insiders* possuem menor participação na empresa e/ou maior número de acionistas detém o

capital negociável, neste caso a distribuição de Dividendos funcionaria como redutor do custo de agência entre os acionistas.

O modelo matemático proposto por Rozeff (1982) é apresentado no Modelo 2 e explicado a seguir. Trata-se de uma regressão linear múltipla na qual se tenta explicar variações *cross-sectional* nos índices de pagamentos de Dividendos.

$$\text{PAYOUT} = \beta_0 - \beta_1\text{INS} - \beta_2\text{GROW1} - \beta_3\text{GROW2} - \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{STOCK} + \varepsilon \quad \text{MODELO 2}$$

A variável dependente seria o DPR (ou PAYOUT) médio dos últimos sete pagamentos de Dividendos da empresa (no estudo foram usados dados referentes ao período de 1974 e 1980). As variáveis independentes serão as *proxies* para os custos de transação e de agência, e foram explicadas assim:

CUSTOS DE TRANSAÇÃO

GROW1: taxa de crescimento histórico da lucratividade entre 1974 e 1980;

GROW2: perspectiva da *Value Line Magazine* e

BETA: coeficiente Beta da empresa

CUSTOS DE AGÊNCIA

INS: porcentagem das ações mantidas por *insiders* e

STOCK: dispersão de propriedade entre acionistas externos à empresa.

A análise dos resultados de regressão da amostra mostrou relação positiva entre DPR e a variável dispersão acionária da empresa, e negativa com as variáveis GROW1, GROW2 e BETA. A conclusão do autor foi que, contrariamente à teoria de Miller e Modigliani (1961), a política de investimentos influencia a Política de Dividendos, uma vez que firmas com maiores investimentos (medidos por maiores taxas correntes e futuras de crescimento) apresentaram menores índices de pagamentos de dividendos.

4.3.3. Modelo de Lauenstein

Lauenstein (1987) propôs um modelo de pagamento de dividendos onde não haveria a manutenção do pagamento de DPR através de índices. Nesta forma, o pagamento de Dividendos deveria obedecer à programação de investimentos e retorno da empresa para os

acionistas e não simplesmente uma razão entre o pagamento de Dividendos e o lucro da empresa.

O modelo proposto verificava por meio de diversas simulações o pagamento de Dividendos em diferentes situações em um período de 30 anos, para uma amostra de 50 grandes empresas americanas. Nestas simulações foram usados diferentes valores para indicadores financeiros da empresa, como: giro do ativo, taxa de crescimento, impostos, juros entre outros, e calculado o Valor Presente Líquido (VPL) para um investidor que comprou e manteve a posse das ações pelo período de 30 anos.

Os resultados da pesquisa indicaram grandes variações no pagamento de Dividendos, com situações em que não deveriam ser pagos Dividendos aos acionistas, ou de forma contrária, utilizado até 100% do lucro para pagamento de Dividendos. O trabalho concluiu que os gestores devem ter autonomia e independência para o pagamento de Dividendos, considerando-se as oportunidades de investimento a serem exploradas. Os Dividendos seriam uma forma de financiarem o investimento.

Os modelos propostos por Lintner (1952), Rozzeff (1982) e Lauenstein (1987) tinham em sua essência a busca do melhor modelo matemático para ajustar a Política de Dividendos à lucratividade da empresa, porém, deduz-se que ainda havia a necessidade de alinhamento entre a longevidade da empresa, representada pela política de financiamento ou o retorno dos investimentos ao longo do tempo, e a maximização do retorno ao acionista. Desta forma, infere-se que não bastaria que os acionistas recebessem o máximo possível de Dividendos em um determinado momento, mas que fossem consideradas as decisões da distribuição de lucros para a situação financeira da companhia no futuro.

4.4. Governança Corporativa e a Política de Dividendos

4.4.1. *Pecking Order Theory* e a Assimetria de Informações

Como já dito anteriormente, Jensen e Meckling (1976) demonstraram a relação de conflito de agência entre gestores e acionistas, no qual cada um objetivava a maximização do retorno para si. Desta forma, conforme explicado por Silva (2003) e Martins e Fama (2003), empresas com maior fluxo de caixa livre e menor quantidade de investimentos tenderiam a um maior custo de agência, devido ao maior fluxo de caixa livre e à falta de projetos de investimento que gerassem resultados para a empresa.

Salienta-se que, caso existam projetos de investimento da empresa, a retenção de parte dos Dividendos é justificada pela *Pecking Order Theory* ou Teoria da Hierarquia das Fontes, popularizada por Myers e Majluf (1984). Nesta teoria, o financiamento dos investimentos da empresa seguiria uma ordem, tendo como preferência as alternativas não monitoradas pelo mercado, sendo a primeira opção os lucros retidos e, em seguida o endividamento externo junto aos bancos. Caso essas opções sejam insuficientes, realiza-se a emissão de novas ações da empresa como última alternativa de fonte de recursos. O lançamento de ações no mercado seria a última alternativa, devido à assimetria de informações disponíveis ao mercado de investidores em relação às instituições financeiras, o que poderia levar a uma subprecificação do valor da empresa (WEBER, 2008).

O fluxo de caixa livre permitiria aos gestores reter os Dividendos obtidos pelas empresas para mantê-lo como capital de giro e se beneficiarem do saldo positivo no caixa para não buscarem novas oportunidades de investimento, ou investirem em projetos com valor presente líquido negativo e que, conseqüentemente, não trariam maximização do valor da empresa.

Williamson (1974) e Fama e French (2001) expuseram sobre o uso de Dividendos como ferramenta para a redução do custo de agência na medida em que o pagamento de Dividendos serviria como forma de retirar do caixa da empresa, recursos que não serão utilizados para investimentos, e apenas estariam em caixa para atender os interesses dos gestores.

No Brasil estudos semelhantes foram realizados com o objetivo de verificar a associação de pagamento de Dividendos com a Teoria de Agência, como o de Silva (2003), que pesquisou a relação entre a Política de Dividendos e os mecanismos de redução de custos de agência, como monitoramento externo (relação negativa), participação de investidores externos (relação positiva) e participação de investidores institucionais (não encontrou relação significativa) em 71 empresas com ações na BM&FBOVESPA no período de 1998 a 2001. Entretanto, como a própria autora mencionou, ainda permaneciam diversos pontos a serem estudados entre a relação da Política de Dividendos e a redução dos custos de agência em mercados emergentes, em especial no Brasil.

4.5. Estudos sobre Política de Dividendos

Estudos trataram da importância do tema Governança Corporativa em empresas no Brasil e no Mundo e pesquisaram sobre o impacto da Política de Dividendos no valor das ações daquelas empresas que distribuíam maior parte dos seus lucros aos acionistas. Nesta parte do trabalho foram apontados estudos que identificaram ou trataram da relação destes temas.

Ainda é tema de debate o impacto dos mecanismos de Governança Corporativa no Desempenho, valor e risco de empresas em países de diferentes continentes. No Brasil também não há consenso sobre o efeito destes mecanismos, como afirma Peixoto (2012), influenciado pelas peculiaridades legais e do mercado de capitais ainda em processo de desenvolvimento. Andrade e Rossetti (2004) afirmaram que não há modelo de governança completo e perfeito e por isso, há tantos modelos alternativos que são influenciados pela cultura, pela formação econômica e pelo estágio de desenvolvimento empresarial de cada país.

Nesse sentido, neste tópico serão detalhados alguns estudos que trouxeram a temática de Política de Dividendos e os estudos encontrados relacionando este tema com instituições financeiras.

Fiorati (2007) levantou a questão da Teoria de Sinalização, em que o pagamento de Dividendos ou JSCP sinalizaria para o mercado projeções de aumento no fluxo de caixa da empresa. Com a análise de dados de empresas presentes na BM&FBOVESPA no período de 1999 a 2004 e por meio de regressão linear, não foi possível corroborar esta teoria. Em parte, o autor do estudo usou como justificativa para esta conclusão o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais nacionais até aquele ano, ainda em processo de consolidação e que a opção dos gestores pelo pagamento de juros sobre o capital próprio não sinalizaria projeções de fluxos de caixa positivo de investimentos futuros, mas sim uma maior preocupação em relação ao benefício fiscal para a empresa. Desta forma, quando a alternativa pelos juros sobre o capital próprio era a escolhida, este mecanismo não se caracterizaria como instrumento de sinalização futura.

Mota (2007) analisou as razões de as empresas distribuírem Dividendos ou JSCP, ou optarem pela recompra de ações. Com dados de 2002 a 2005 e por meio de regressões pelos modelos Tobit e Logit, concluiu-se que entre outras motivações para a distribuição de

Dividendos ou JSCP, a preocupação em mostrar ao mercado a não expropriação de acionistas minoritários e a Política de Dividendos seguiria uma política estável de pagamentos. Outra conclusão com relação ao perfil de empresas que optaram pelo pagamento de Juros Sobre Capital Próprio mostrou que as empresas mais antigas na bolsa de valores, com propriedades mais dispersas, menos endividadas e com maiores *payouts* optaram por essa forma de distribuição de lucros. Por fim, quanto à recompra de ações, concluiu-se que empresas com melhor Governança Corporativa pouco utilizam essa forma de distribuição de lucros, empresas com uma política estável de distribuição de Dividendos e, em geral, empresas com a intenção de distribuir lucros, e não com a intenção de encerramento de atividades, utilizam a recompra de ações.

Em um dos estudos que serviu de base para este trabalho, Weber (2008) realizou um dos poucos estudos nacionais encontrados no setor bancário com o intuito de demonstrar fatores determinantes relacionados à Política de Dividendos e como eles se relacionavam com os modelos empíricos existentes. A autora utilizou regressão linear múltipla com o uso da técnica *Stepwise*, onde as variáveis são incluídas uma de cada vez no modelo econométrico e aquelas que não apresentaram, ou apresentaram baixa correlação, são descartadas. Utilizando informações financeiras trimestrais que os bancos em atividade no país eram obrigados a enviar ao BACEN, a autora encontrou suporte à Teoria da Sinalização, na medida em que instituições que apresentaram maiores retornos distribuíram maiores Dividendos.

Fonteles *et al* (2012) verificaram por meio de análise documental, nos formulários de referência e nas atas de assembleias gerais ordinárias referente ao exercício de 2010 e da Análise de Componentes Principais (ACP), quais os fatores condicionantes para o pagamento de elevados Dividendos das organizações participantes do Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBOVESPA. A pesquisa identificou quatro componentes principais para o pagamento de maiores valores de Dividendos: concentração, rentabilidade, prosperidade e setor. Algumas teorias foram comprovadas pelos autores, entre elas a teoria do Efeito Clientela, pela concentração de investidores institucionais e a Teoria de Sinalização, na medida em que as empresas planejavam e executavam o pagamento de Dividendos acima do legalmente estabelecidos, segundo os autores enviando um sinal positivo ou confiável para o mercado.

Outro trabalho que também serviu de base para esta pesquisa foi o de Forti e Schiozer (2012), que verificaram o efeito da composição do endividamento na Política de Dividendos adotada pelos bancos brasileiros. A conclusão do estudo foi pelo direcionamento das informações para os investidores que aplicam seus recursos nos certificados de depósito.

Entre outros pontos apontados, Forti e Schiozer (2012) também mencionaram a utilização de parte dos lucros destas firmas para elevarem o capital das instituições financeiras, denominada por eles como “manobra”. Estas elevações no capital social das empresas foram realizadas nas mesmas assembleias gerais em que eram decididos os destinos dos lucros do exercício.

A Figura 4 apresenta, de forma resumida, os trabalhos relacionados à Política de Dividendos no Brasil que foram descritos acima, além de outros que também serviram de base para esta pesquisa.

FIGURA 4 – Estudos sobre Política de Dividendos

AUTOR	TÍTULO/TEMA CENTRAL	PROBLEMA DE PESQUISA	CONCLUSÕES
PROCIANOY (1994)	Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras: evidências do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias de 1988/99	Demonstrar o conflito de agência existente entre acionistas minoritários e os controladores/gestores de firmas brasileiras quando houve uma modificação tributária sobre os dividendos e os JSCP em 1988.	O estudo corroborou a existência de conflitos de agência entre controladores/gestores e minoritários, mesmo quando não há motivo aparente para a distribuição de dividendos ao mercado. Os controladores distribuíram lucros aos acionistas em momentos de crise (1991) para sinalizar recuperação da empresa. Os dividendos atendiam o interesse dos controladores, e não a maximização da riqueza dos acionistas.
DICKENS, CASEY E NEWMAN (2002)	Política de Dividendos no setor bancário: Fatores explicativos	Adaptação do Modelo de Barclay, Smith e Watts (1985) para investigar a influência de fatores na Política de Dividendos do setor bancário.	Os autores encontraram relação negativa entre a política de Dividendos e as oportunidades de investimento, sinalização, propriedade e risco e relação positiva entre a política de Dividendos com o tamanho dos bancos e o histórico de pagamento de Dividendos.
LOSS E SARLO NETO (2003)	Política de Dividendos na Prática é Importante? (Três abordagens: Hipótese da Sinalização, Hipótese do Agenciamento e Hipótese da Preferência Tributária e Efeito Clientela)	Qual a importância que se pode atribuir à estrutura financeira das corporações, em especial à política de Dividendos?	Não havia evidências conclusivas sobre a influência das três abordagens utilizadas no mercado nacional, mas há uma tendência em pesquisas no Brasil que os Dividendos podem sinalizar o futuro financeiro da firma e atuar como redutor de conflitos de agência.
FIORATI (2007)	Dividendos e JSCP como sinalizadores de lucratividade futura.	A distribuição de Dividendos e JSCP seriam sinalizadores de lucratividade futura, como aponta a teoria da sinalização?	A análise com regressão não confirmou que o aumento/redução nos valores de pagamento de Dividendos tenha relação com a lucratividade futura das empresas.

.....continuação

AUTOR	TÍTULO/TEMA CENTRAL	PROBLEMA DE PESQUISA	CONCLUSÕES
MOTA (2007)	Dividendos, JSCP e Recompra de Ações.	Influências na definição da política de Dividendos de empresas brasileiras: Dividendos, JSCP e Recompra de Ações.	Dividendos e JSCP são mais utilizados por empresas preocupadas com a estabilidade, o fluxo de caixa e a governança corporativa. Os JSCP são mais utilizados por empresas mais antigas na Bolsa de SP. As recompras de ações são utilizadas por empresas com maior liquidez e sem garantia de continuidade do pagamento de Dividendos no futuro.
WEBER (2008)	Política de Dividendos no setor bancário	Fatores determinantes da política de Dividendos no setor bancário.	Suporte à Teoria da Sinalização: empresas com maiores retornos distribuíam maiores Dividendos, e a não comprovação à <i>Pecking Order Theory</i>
FONTELES ET AL (2012)	Política de Dividendos das empresas participantes do índice de Dividendos da BM&FBOVESPA	Fatores condicionantes de política de Dividendos elevados.	O pagamento de Dividendos das empresas do IDIV foram maiores que o planejado, o que foi entendido como sinal positivo e confiável ao mercado da situação da empresa (Teoria da Sinalização). Principais fatores: Concentração, Rentabilidade, Prosperidade e Setor.
HOLANDA E COELHO (2012)	Dividendos e Efeito Clientela: Evidências no Mercado Brasileiro	Características externas, ligadas ao efeito clientela influenciam a política de Dividendos no mercado brasileiro?	Confirmou-se parcialmente a influência de fatores não econômicos na definição da Política de Dividendos. Não foi identificada relação entre o financiamento de projetos futuros e a declaração ou divulgação dos valores de Dividendos.
FORTI E SCHIOZER (2012)	Dividendos bancários e Teoria da Sinalização	Efeito da composição do endividamento na Política de Dividendos em períodos de crise e não crise.	Como a maior parte dos bancos no Brasil é controlada por grupos de acionistas, a política de Dividendos é prioritariamente direcionada para detentores de certificados de depósito que fornecem recursos para os bancos.
FORTI, PEIXOTO E ALVES (2014)	Pagamento de Dividendos no Brasil: um estudo empírico sobre seus determinantes	Quais os fatores determinantes que influenciam no pagamento de Dividendos de empresas brasileiras?	Constatou-se a influência positiva do tamanho, rentabilidade, valor de mercado, liquidez e crescimento das empresas no pagamento de Dividendos. E de forma contrária, relação negativa entre ativo imobilizado, endividamento, risco e capital pulverizado e a propensão de pagamento de Dividendos.

Fonte: Elaborado pelo autor

5. REGRESSÃO LINEAR

Nesta parte do trabalho foi realizada uma breve apresentação das estruturas dos dados econômicos e dos modelos de regressão linear apontados por alguns autores, entre eles Gujarati (2006), Wooldridge (2006) e Fávero (2015), encontrados nos trabalhos sobre finanças e que serviram de base para esta pesquisa. Diante da complexidade e da extensão dos assuntos, foram apontados os tipos de bancos de dados encontrados em pesquisas na área de finanças e características de cada modelo de regressão linear. Por fim, foram citados os testes de diagnósticos utilizados nesta pesquisa.

Wooldridge (2006) mencionou que os dados econômicos podem se apresentar de diversas formas. Entre elas o autor citou os considerados por ele como mais importantes: dados de corte transversal, dados de série de tempo, cortes transversais agrupados e dados de painel ou longitudinais. Nesta pesquisa foram utilizados os dados de painel ou longitudinais, ou seja, dados dos mesmos indivíduos para um determinado período de tempo.

Wooldridge (2006, p.10) definiu que “um conjunto de dados de painel consiste em uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados.” Assim, cada indivíduo da amostra terá mais de uma observação, possibilitando a análise de cada componente ao longo do tempo. O mesmo autor salientou que a observação de múltiplos dados de um mesmo indivíduo ao longo do tempo permitiria que inferências causais fossem atribuídas, o que não seria possível se a análise fosse realizada com dados de corte transversal. Uma segunda vantagem da análise com dados em painel seria a possibilidade de analisar o resultado da tomada de decisões sobre cada indivíduo da amostra ao longo do tempo. Desta forma, seria permitida uma visualização dos resultados das decisões em cada componente da amostra e na amostra como um todo.

Gujarati (2006) explicou que o termo regressão envolve o estudo da dependência de uma variável, chamada de dependente, em relação às variáveis explanatórias (também chamadas de independentes ou de explicativas) com o propósito de estimar ou prever os valores da primeira utilizando os dados das variáveis explicativas. O termo linear refere-se à condição esperada em que a variável Y (variável dependente) seja uma função linear de X (variável independente).

Os tipos de regressão dependeriam dos dados da amostra e das variáveis que compõem o modelo econométrico. Poderia ser uma regressão linear bivariada ou com duas variáveis,

considerada a regressão mais simples por ser composta de uma variável dependente e uma variável explicativa, ou uma regressão linear multivariada ou múltipla, em que o regressando é relacionado com diversas variáveis quantitativas ou qualitativas. Haveria ainda dois outros métodos utilizados na literatura acadêmica: o dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e o da máxima verossimilhança (GUJARATI, 2006).

Em relação aos dados da amostra, Fávero (2015) explicou que se todos os indivíduos da amostra possuírem a mesma quantidade de observações, o painel seria considerado balanceado. Caso o número de observações fosse diferente entre os componentes, então o painel seria considerado desbalanceado. Stock e Watson (2004) e Gujarati (2006) usaram os termos equilibrado e desequilibrado, respectivamente, para as definições de Fávero (2015), mas que trazem o mesmo significado.

Fávero (2015) citou três modelos de regressão para dados em painel: estimações POLS (*Pooled Ordinary Least Square*), o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. A escolha do modelo a ser usado para a regressão dependeria das características dos dados da amostra, ou conforme mencionou Gujarati (2006, p.523), “depende da pressuposição que fazemos sobre a provável correlação entre o componente de erro individual ou específico ao corte transversal, ξ_i , e os regressores X .”

Segundo Fávero (2015), no modelo POLS, a base de dados é uma grande *cross-section* mesclada e utiliza o mesmo conceito dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para estimar os parâmetros do modelo econométrico. A expressão do modelo POLS é apresentada no Modelo 3.

$$Y_{it} = a + b_1.X_{1it} + b_2.X_{2it} + \dots + b_k.X_{kit} + u_{it} \quad \text{MODELO 3}$$

Peixoto (2012) explicou que no modelo de efeitos fixos é pressuposto que os efeitos marginais das variáveis explicativas são os mesmos para todas as unidades, sendo os interceptos diferentes e representados por variáveis binárias. Entretanto, as diferenças entre as unidades são incorporadas ao termo de erro, que então passa a ser composto.

Gujarati (2006) apresentou o modelo de efeitos fixos conforme o Modelo 4. Observou-se que o intercepto β possui apenas o indicador i sugerindo que os interceptos poderiam variar entre os componentes da amostra, mas não ao longo do tempo, por isso não possuiriam o indicador de tempo t . Desta forma, ressalta o autor, é levada em conta a individualidade de cada componente da amostra.

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2.X_{2it} + \dots + \beta_k.X_{kit} + \mu_{it} \quad \text{MODELO 4}$$

Gujarati (2006) apresentou a expressão do modelo estimado por efeitos aleatórios conforme Modelo 5. Neste modelo, o mesmo autor citou que as diferenças individuais são expressas no termo de erro ϵ_i , e que o termo μ_i , seria “o elemento combinado da série temporal e do corte transversal”.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2.X_{2it} + \beta_{3it}.X_{3it} + w_{it}, \text{ sendo } w_{it} = \epsilon_i + \mu_{it} \quad \text{MODELO 5}$$

Com relação aos indivíduos da amostra, Fávero (2015) mencionou que se os efeitos individuais estiverem correlacionados com as variáveis explicativas, o modelo de efeitos fixos seria mais adequado para a regressão linear.

Segundo Gujarati (2006), a escolha entre os modelos fixo e aleatório por vezes poderia gerar dúvidas para o pesquisador, e a resposta para esta questão poderia ser encontrada na pressuposição sobre a provável correlação entre o termo de erro individual ou específico ao corte transversal, ϵ_i , e os regressores X .

Já Fávero (2015, p. 231) explicou que a escolha pelo modelo de efeitos aleatórios poderia se feita pela seguinte análise:

Se o pesquisador tiver alguma razão para acreditar que as diferenças de médias que existem entre indivíduos influenciam consideravelmente o comportamento da variável dependente, então já pode começar a suspeitar de que o modelo estimado por efeitos aleatórios será mais adequado do que o por efeitos fixos (FÁVERO, 2015).

Alguns autores, entre eles Fávero (2015) e Gujarati (2006), citaram os testes de diagnóstico como forma de se verificar o modelo que seria mais consistente para a regressão de uma amostra. O Teste LM (Lagrange Multiplier) de Breusch-Pagan verifica qual seria a melhor escolha entre os modelos POLS e de efeitos aleatórios. Outro teste também utilizado na literatura acadêmica seria o Teste de Hausman, que verificaria entre os modelos fixos e aleatórios qual seria a melhor opção. Estes dois testes foram utilizados nesta pesquisa e seus resultados foram apresentados na Metodologia.

6. METODOLOGIA

6.1. Classificação da Pesquisa

Conforme Andrade (2004), esta pesquisa foi classificada quanto ao objetivo como sendo descritiva, pois houve a observação de dados sem que ocorresse a interferência do pesquisador sobre eles. Quanto ao objeto, classificou-se como pesquisa explicativa e, quanto ao gênero, pesquisa empírica. Em relação ao método de abordagem, como uma pesquisa hipotético-dedutiva, por chegar a propor uma construção de teorias. E, por fim, este estudo usou a técnica de pesquisa indireta, utilizando-se de pesquisa bibliográfica e pesquisa de documentos para a realização do estudo. Esta pesquisa também foi classificada como quantitativa, pois utilizou de regressão linear com dados em painel e o método *Stepwise* para verificação das relações entre as variáveis.

Fávero (2015) apontou que o uso de modelo de regressão para dados em painel é cada vez mais comum para a estimação de fenômenos que sofrem a influência das diferenças entre os indivíduos. Segundo Wooldridge (2006), a análise de regressão múltipla permite correlacionar maior número de variáveis explicativas que podem estar relacionadas, tornando-se ferramenta útil para inferir causalidades de forma mais precisa. Também apontou que as decisões com o uso de dados em painel tornam-se mais precisas com as análises de múltiplas observações sobre os mesmos indivíduos ao longo do tempo. Gujarati (2006) acrescentou que o uso deste método também proporciona menor colinearidade entre as variáveis, permitindo o estudo de modelos mais complexos, quando comparado com dados em corte transversal.

Weber (2008) apontou o uso de regressão linear em diversas pesquisas, como as de Lintner (1956), Rozeff (1982) e Procianny e Verdi (2003), assim como Forti e Schiozer (2012) que também o fizeram. Na revisão da literatura, poucos trabalhos sobre Política de Dividendos que não utilizaram regressão linear, ou que não foram classificados como quantitativos, foram encontrados, exemplificando-se a pesquisa qualitativa de Loss e Sarlo Neto (2003). Apesar de trabalhos com estas classificações não serem comuns nos estudos sobre Dividendos, estes trazem informações importantes, como as direções seguidas pelas pesquisas em países com diferentes contextos macroeconômicos, culturais e financeiros.

6.2. Amostra

A amostra deste estudo foi composta de instituições financeiras brasileiras pertencentes ao consolidado 1 e 2 do Banco Central do Brasil (bancos comerciais, bancos

múltiplos, caixas econômicas, bancos de desenvolvimento e de investimento), assim como a pesquisa de Weber (2008). Desta forma, as cooperativas de crédito e demais instituições não financeiras, apesar de constarem no relatório do BACEN (2015a), foram excluídas da amostra. As informações coletadas para esta pesquisa foram extraídas dos relatórios financeiros das companhias disponíveis no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), do Banco Central do Brasil e nos sites das próprias instituições financeiras. Portanto, esta pesquisa utilizou apenas documentos públicos ou não onerosos para a coleta e consolidação dos dados. Foram consideradas as informações referentes ao período de 2002 a 2014. A escolha deste período justifica-se por 2000 ser o ano de criação dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e em 2001 ter sido promulgada a Lei 10303/01, a Nova Lei das S.A, e por 2014 ter sido o último ano de informações financeiras consolidadas. Como o objetivo foi de relacionar as variáveis dependentes com os níveis de governança, o período escolhido buscava englobar o máximo de observações possíveis, incluindo períodos de crescimento econômico e crise financeira, a partir da criação dos Níveis de Governança Corporativa e da promulgação da Lei 10.303/01.

Inicialmente, todas as instituições da relação dos “50 maiores bancos” do BACEN dos consolidados I e II foram selecionadas, totalizando 132 instituições. A partir desta relação, foram excluídas aquelas instituições que não disponibilizavam em seus sites, ou da CVM, dados financeiros sobre Dividendos e JSCP para o período amostral, ou por não possuírem ações negociadas em bolsa de valores, logo, não estariam obrigadas a apresentar documentação à CVM. Os bancos que informaram, em pelo menos um ano, o pagamento ou não de Dividendos e JSCP e seus respectivos valores, foram mantidos na amostra.

Após a consolidação da coleta de dados, obteve-se um painel de dados desbalanceado, o que segundo Fávero (2015), significa que o número de observações não foi único para todos os indivíduos da amostra. A amostra final foi composta por 98 companhias, com 702 observações, em 13 anos. Segundo o autor citado, esta pesquisa também será com painel curto, já que a quantidade de indivíduos é maior que a quantidade de períodos ($n > T$). Todas as informações financeiras das firmas foram corrigidas pelo Índice Geral de Preços do Mercado - IGP-M até o ano de 2014. Todas as informações financeiras são em milhares de reais.

A relação de temas importantes, como a Política de Dividendos no setor financeiro e a Governança Corporativa, utilizando um período amostral que englobe diferentes períodos econômicos do Brasil, são as contribuições deste trabalho para a literatura nacional.

6.3. Variáveis da Pesquisa

A seleção das variáveis para esta pesquisa baseou-se em pesquisas nacionais e internacionais sobre Política de Dividendos e Governança Corporativa. Os trabalhos de Weber (2008) e Forti e Schiozer (2012) serviram como bases teóricas para a definição das variáveis deste trabalho.

6.3.1. Variáveis Dependentes

Weber (2008) utilizou como variáveis dependentes os Dividendos, os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) e os Proventos pagos pela empresa. A autora definiu Proventos como sendo a soma dos Dividendos aos JSCP e as Bonificações. Esta pesquisa utilizará as mesmas variáveis dependentes, sendo a variável Proventos definida aqui como a soma dos Dividendos e dos JSCP da instituição em cada ano, não incluindo as Bonificações.

Inicialmente, Weber (2008) propôs o cálculo dos Dividendos, ou JSCP, sobre o lucro líquido das instituições em cada ano como variáveis dependentes. Para evitar que fossem obtidos números negativos, a autora substituiu o lucro líquido da companhia pelo patrimônio líquido, uma vez que a firma poderia distribuir Dividendos, ou JSCP, mesmo tendo apurado prejuízo no período. Neste estudo, optou-se pelo uso do lucro líquido, mas sem os resultados em módulo, alternativa apresentada por Weber (2008). A justificativa para a não utilização dos valores em módulo é que os prejuízos que porventura fossem declarados pelas empresas seriam interpretados como lucros e alterariam os resultados finais da pesquisa. As fórmulas para os cálculos destas variáveis são apresentadas nas Variáveis 1 e 2.

$$DIV/LL_{it} = DIV_{it}/\text{Lucro Líquido}_{it} \quad (\text{VARIÁVEL 1})$$

$$JSCP/LL_{it} = JSCP_{it}/\text{Lucro Líquido}_{it} \quad (\text{VARIÁVEL 2})$$

Em seguida, utilizou-se como variável dependente naquele estudo o pagamento dos Dividendos e dos JSCP com o Patrimônio Líquido da empresa. Esperava-se que empresas maiores distribuíssem maior parte de seus lucros. As fórmulas relacionando Dividendos com o Patrimônio Líquido da empresa são apresentados nas Variáveis 3 e 4.

$$DIV/PL_{it} = DIV_{it}/\text{Patrimônio Líquido}_{it} \quad (\text{VARIÁVEL 3})$$

$$JSCP/PL_{it} = DIV_{it}/\text{Patrim\~{n}io L\acute{ı}quido}_{it} \quad (\text{VARI\acute{A}VEL 4})$$

Como \u00faltima an\u00e1lise, foi utilizada como vari\u00e1vel dependente a soma dos pagamentos de Dividendos e JSCP (aqui denominado como Proventos) sobre o Lucro L\u00edquido de cada firma, a divis\u00e3o destes valores sobre o Patrim\u00f4nio L\u00edquido de cada companhia e apenas o valor dos Proventos como vari\u00e1vel dependente. A rela\u00e7\u00e3o nestes casos tamb\u00e9m \u00e9 positiva, pois quanto maior o lucro e o Patrim\u00f4nio L\u00edquido das empresas, maior tender\u00e1 a ser a distribui\u00e7\u00e3o de Dividendos e JSCP para os acionistas. As f\u00f3rmulas econom\u00e9tricas s\u00e3o disponibilizadas nas Vari\u00e1veis 5, 6 e 7.

$$\text{PROVENTOS}/LL_{it} = DIV_{it}/\text{Lucro L\acute{ı}quido}_{it} \quad (\text{VARI\acute{A}VEL 5})$$

$$\text{PROVENTOS}/PL_{it} = DIV_{it}/\text{Patrim\~{n}io L\acute{ı}quido}_{it} \quad (\text{VARI\acute{A}VEL 6})$$

$$\text{PROVENTOS}_{it} = DIV_{it} + JSCP_{it} \quad (\text{VARI\acute{A}VEL 7})$$

Weber (2008) utilizou em sua pesquisa dados financeiros para o c\u00e1lculo das vari\u00e1veis dependentes de duas formas: a primeira com o uso de informa\u00e7\u00f5es do trimestre_(t), e a segunda, com informa\u00e7\u00f5es do trimestre anterior_(t-1). Nesta pesquisa foram utilizados dados do fechamento de cada ano, conforme disponibilizado nos site do BACEN, da CVM e das empresas deste setor. A utiliza\u00e7\u00e3o de dados trimestrais n\u00e3o seria poss\u00edvel, pois as Informa\u00e7\u00f5es Financeiras Trimestrais – IFT do BACEN foram descontinuadas por este \u00f3rg\u00e3o em 2013 e as informa\u00e7\u00f5es financeiras trimestrais retiradas do site.

6.3.2. Vari\u00e1veis Independentes

Como j\u00e1 citado anteriormente, a sele\u00e7\u00e3o das vari\u00e1veis independentes teve como base diversos estudos que relacionaram Dividendos, Governan\u00e7a Corporativa e medidas de tamanho, controle, desempenho de empresas e vari\u00e1veis macroecon\u00f4micas. Portanto, buscou-se relacionar fatores que influenciaram no pagamento de Dividendos, corroborando ou refutando outras pesquisas acad\u00eamicas sobre o assunto. A seguir foram detalhadas as vari\u00e1veis independentes utilizadas neste estudo.

ROA_{it} – *Return on Assets*_{it} (Retorno sobre o Ativo)

O Retorno sobre o Ativo \u00e9 calculado pela raz\u00e3o entre o Lucro L\u00edquido da empresa sobre o Ativo Total. Espera-se que empresas que tenham maior retorno sobre o ativo distribuam maior quantidade de lucros aos acionistas.

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

ROE_{it} – *Retorn on Equity*_{it} (Retorno sobre Patrimônio Líquido)

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido indica o quanto a empresa gerou de retorno sobre o capital investido pelos acionistas. Assim como o ROA, espera-se que quanto maior for o retorno sobre o capital investido, maior será o recebimento de dividendos aos acionistas.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

DÍVIDAS_{it} - Endividamento_{it}

Weber (2008) e Forti e Schiozer (2012) utilizaram esta variável em seus estudos como medida de risco no setor bancário. Segundo Weber (2008), a relação entre endividamento e Dividendos nesta variável é negativa, pois quanto maior for o endividamento da empresa, mais caro seria para a empresa captar recursos no mercado. Para esta autora, firmas com maior endividamento são vistas no mercado como de maior risco. Então, seria mais vantajoso e barato, reter parte do lucro para financiar novos investimentos. Forti e Schiozer (2012) não apontaram o sinal esperado na relação entre esta variável e a variável dependente *Payout*.

$$DÍVIDAS = \frac{\text{Passível Exigível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

LogATIVO_{it}

O tamanho da empresa será mensurado pelo logaritmo de base 10 do ativo total de cada instituição financeira, assim como Forti e Schiozer (2012) utilizaram em seu estudo. Espera-se que haja uma relação positiva entre os Dividendos e JSCP e os ativos da empresa, uma vez que empresas maiores tendem a retornar valores maiores aos seus acionistas, por possuírem maior quantidade de capital próprio e de terceiros circulando dentro da empresa.

CÂMBIO_t

O preço médio de fechamento diário de venda do dólar americano informado pelo BACEN, conhecido como Dólar Ptax, foi utilizado por Weber (2008) como variável para

avaliar o poder de compra do real frente ao dólar no mercado internacional. Como este trabalho utilizou dados anuais, então, foram utilizadas as médias anuais nos cálculos.

A autora esperava uma relação positiva, uma vez que a baixa na taxa de câmbio, isto é, a valorização do Real frente ao Dólar, aqueceria o mercado interno o que demandaria maior investimento por parte dos bancos no mercado e influenciaria na retenção de parte dos proventos pagos aos acionistas. Nesta pesquisa foi considerada também a relação negativa, visto que a valorização do Real poderia também afastar investimentos externos e levar os bancos a utilizarem recursos dos acionistas como fonte de financiamento. Do ponto de vista dos acionistas esta ação poderia ser vista de forma positiva (Teoria Preferência Tributária) ou negativa (Teoria “Pássaro na Mão”).

TJLP_t

Weber (2008) também utilizou a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como variável explicativa para medir o efeito da relação entre os aspectos macroeconômicos frente à distribuição de Dividendos. Esta taxa é utilizada para o financiamento de investimentos de longo prazo.

CONTROLE_i

O Controle da empresa foi utilizado como variável *dummy* para esta pesquisa de forma semelhante ao utilizado por Forti e Schiozer (2012). As instituições financeiras foram caracterizadas de acordo com o acionista controlador, com a seguinte classificação: 1 para controle governamental e 0 para as demais. Weber (2008) utilizou esta variável, mas com quatro níveis diferentes de classificação. O sinal esperado para a relação dessa variável com o Dividendo ou JSCP é negativo para bancos pertencentes aos Governos Estaduais ou Federal e positivo para aquelas instituições financeiras pertencentes ao setor privado. A justificativa é que as instituições pertencentes ao governo possuiriam vantagens concedidas pelo governo. Já as empresas do setor privado, dependeriam dos Dividendos para sinalizar lucros futuros para o mercado.

N_GOV_i – Níveis de Governança Corporativa_i

Esta variável *dummy* identificou o nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA para as empresas que aderiram aos níveis com maior exigência de transparência e proteção aos acionistas e, por isso, tendem a receber melhor avaliação pelo

mercado. Nesse sentido, espera-se que empresas que aderiram aos níveis mais exigentes de Governança Corporativa distribuam maior quantidade de Dividendos e JSCP, pois precisariam retribuir melhor o capital que o investidor depositou na empresa. Neste estudo as empresas que aderiram aos Níveis 2 e Novo Mercado receberam a *dummy* 1, e para as demais empresas, *dummy* 0.

FIGURA 5 – Variáveis desta pesquisa

VARIÁVEIS DEPENDENTES				
VARIÁVEIS		FORMA DE CÁLCULO	DEFINIÇÃO DA VARIÁVEL	
DIV / LL _{it}		Dividendos/Lucro Líquido	Pagamento de Dividendos em relação ao Lucro Líquido das firmas	
JSCP / LL _{it}		Juros Sobre o Capital Próprio/Lucro Líquido	Pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio sobre o Lucro Líquido das firmas	
DIV / PL _{it}		Dividendos/Patrimônio Líquido	Pagamento de Dividendos em relação ao Patrimônio Líquido da empresa	
JSCP / PL _{it}		Juros Sobre o Capital Próprio/ Patrimônio Líquido	Pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio em relação ao Patrimônio Líquido da empresa	
PROVENTOS / LL _{it}		Proventos/Lucro Líquido	Somatório dos pagamentos de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio em relação ao Lucro Líquido das firmas	
PROVENTOS / PL _{it}		Proventos/Patrimônio Líquido	Somatório do pagamento de Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio em relação ao Patrimônio Líquido das empresas	
PROVENTOS _{it}		Dividendos + JSCP	Soma dos Dividendos e dos Juros Sobre o Capital Próprio	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES				
VARIÁVEIS	FORMA DE CÁLCULO	MEDIDA DE:	SINAL ESPERADO	AUTORES
ROA _{it}	Razão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total	Tamanho	+	Weber (2008), Peixoto (2012), Forti e Schiozer (2012)
ROE _{it}	Razão entre o Lucro Líquido do período e o valor contábil do Patrimônio Líquido.	Desempenho	+	Forti e Schiozer (2012); Peixoto (2012), Zanutelli (2014)
DÍVIDAS _{it}	Razão entre o Passível Exigível sobre o Patrimônio Líquido	Risco	+/-	Weber (2008); Forti e Schiozer (2012)
LogATIVO _{it}	Logaritmo do Ativo	Tamanho	+	Forti e Schiozer (2012)
CÂMBIO _t	Taxa média anual da cotação do Dólar PTax	Aspectos Macroeconômicos	+/-	Weber (2008)
TJLP _t	Taxa média anual da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)	Aspectos Macroeconômicos	+/-	Weber (2008)
CONTROLE _i	Variável <i>Dummy</i> com valor = 1 para controle governamental e valor =0 para outros tipos de controle	Controle	+/-	Forti e Schiozer (2012); Weber (2008)
N_GOV _i	<i>Dummy</i> 1 para empresas nos Níveis 2 e Novo Mercado e 0 para demais empresas.	Governança	+	Silveira (2004), Peixoto (2012), Lameira, Ness Jr e Macedo Soares (2005)
ε _i	Termo de erro			

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Figura 5 foram relacionadas de forma resumida as variáveis dependentes e explicativas, com suas formas de cálculo, classificação das variáveis, o sinal esperado em

relação às variáveis dependentes e, por fim, alguns autores que já utilizaram estas variáveis explicativas em estudos anteriores.

6.3.3. Modelos Econométricos

Nesta seção foram apresentados os modelos econométricos utilizados na pesquisa. Primeiramente, foram apresentados os Modelos 06 e 07, relacionando Dividendos e JSCP com o Lucro Líquido das firmas e os Modelos 08 e 09, que verificaram a relação entre as variáveis dependentes Dividendos e JSCP e o Patrimônio Líquido das firmas. Por fim, foram analisados os modelos com a variável Proventos sobre o Lucro Líquido no Modelo 10, a variável Proventos sobre o Patrimônio Líquido no Modelo 11 e a variável Proventos no Modelo 12.

MODELO 06 – Variável Dependente Dividendos/Lucro Líquido

$$\text{DIV/LL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 07 – Variável Dependente Juros Sobre Capital Próprio/Lucro Líquido

$$\text{JSCP/LL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_{it} + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 08 – Variável Dependente Dividendos/Patrimônio Líquido

$$\text{DIV/PL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 09 – Variável Dependente Juros Sobre Capital Próprio/Patrimônio Líquido

$$\text{JSCP/PL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 10 – Variável Dependente Proventos/Lucro Líquido

$$\text{PROVENTOS/LL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 11 – Variável Dependente Proventos/Patrimônio Líquido

$$\text{PROVENTOS/PL}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

MODELO 12 – Variável Dependente Proventos

$$\text{PROVENTOS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it} + \beta_3 \text{DÍVIDAS}_{it} + \beta_4 \text{LogATIVO}_{it} + \beta_5 \text{CÂMBIO}_t + \beta_6 \text{TJLP}_t + \beta_7 \text{CONTROLE}_i + \beta_8 \text{N_GOV}_i + \varepsilon_{it}$$

Na Figura 6 foram apresentados, de forma resumida, os Modelos Econométricos de 06 a 12 e as variáveis utilizadas neste estudo.

FIGURA 6 – Modelos Econométricos

MODELOS	VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS									
6	DIV/LL _{it}	β ₀	ROA _{it}	ROE _{it}	DÍVIDAS _{it}	LogATIVO _{it}	CÂMBIO _t	TJLP _t	CONTROLE _i	N_GOV _i	ε _{it}
7	JSCP/LL _{it}										
8	DIV/PL _{it}										
9	JSCP/PL _{it}										
10	PROVENTOS/LL _{it}										
11	PROVENTOS/PL _{it}										
12	PROVENTOS _{it}										

LEGENDA: VARIÁVEIS DEPENDENTES: DIV/LL – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; JSCP/LL – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; DIV/PL – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; JSCP/PL – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; PROVENTOS/LL – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; PROVENTOS/PL – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; PROVENTOS – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS: β_0 – INTERCEPTO; ROA – RETORNO SOBRE O ATIVO; ROE – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO; DÍVIDAS – PASSÍVEL EXIGÍVEL/PATRIMÔNIO LÍQUIDO; LogATIVO – LOGARÍTMO DO ATIVO; CÂMBIO – TAXA MÉDIA ANUAL DA COTAÇÃO DO DÓLAR PTAX; TJLP – MÉDIA ANUAL DA TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO; CONTROLE – DUMMY 1 PARA CONTROLE GOVERNAMENTAL E 0 PARA OUTROS; N_GOV – DUMMY 1 PARA ADESAO AOS NÍVEIS 2 E NOVO MERCADO E 0 PARA OS DEMAIS NÍVEIS DE GOVERNANÇA; ε_{it} – TERMO DE ERRO.

Fonte: Elaborado pelo autor

6.4. Limitações deste Estudo

Duas limitações são apontadas em relação a este estudo: a primeira em relação ao banco de dados das instituições financeiras e, a segunda, em relação às variáveis utilizadas referentes aos mecanismos de Governança Corporativa.

O banco de dados foi composto de informações disponibilizadas nos sites das instituições financeiras, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e do Banco Central do Brasil – BACEN. Entretanto, algumas informações não estavam disponíveis por decisão dos

gestores das firmas, ou pela empresa ter iniciado sua atividade após o ano de 2002, ano de início da série de pesquisa. Esta é apontada como a primeira limitação deste estudo, e sugere-se que para estudos futuros, sejam consultados outros bancos de dados, comparando-se os resultados encontrados no Brasil com o de outros países, inclusive.

As variáveis utilizadas neste estudo foram definidas com base em trabalhos sobre o setor bancário e sobre Governança Corporativa. Apesar de crescentes, as pesquisas neste setor, ainda são encontradas em menor quantidade quando se compara a outros setores da economia nacional. Sugere-se como estudos futuros, a inclusão de variáveis macroeconômicas e as referentes aos mecanismos de Governança Corporativa com o setor bancário, buscando-se melhor compreensão dos seus efeitos nestas firmas.

7. ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta parte do estudo foi apresentada e analisada a estatística descritiva, as correlações entre as variáveis e os resultados das regressões. Contudo, antes será feita uma observação em relação aos dados perdidos ou *missing values* da amostra.

Hair *et al* (2009) apontaram que o pesquisador deve verificar a quantidade de dados perdidos para que a pesquisa ou as suas conclusões não sejam prejudicadas. Hair *et al* (2009, p. 57) conceituaram dados perdidos quando “valores válidos sobre uma ou mais variáveis não estão disponíveis”. No caso desta pesquisa com dividendos bancários entendeu-se que os bancos não disponibilizavam informações financeiras para o período de estudo, por decisão dos gestores, ou também pela instituição financeira ter iniciado suas operações no Brasil depois de 2002, o ano de início da amostra. Deste modo, o uso de métodos de atribuição para “completar” os dados perdidos, sugerido por aqueles autores, poderia modificar a interpretação dos resultados para esta amostra, cuja proposta foi a de verificar as relações entre as variáveis fazendo-se o uso de informações públicas ou não onerosas.

Outro ponto a ser destacado sobre a amostra diz respeito às empresas que faziam parte dos níveis de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. Das 98 firmas da pesquisa, apenas 23 delas ou 17% do total aderiram a algum nível de Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo, o que também sugere a concentração do controle acionário destas firmas. Segundo estudos de Berle e Means (1932) e Shleifer e Vishny (1986), entre outros, a concentração acionária pode ser prejudicial para a empresa e também para os acionistas minoritários, apesar de ainda não haver consenso na literatura sobre o assunto.

Frequentemente o setor bancário é retirado das amostras de estudos sobre mercado de capitais por suas peculiaridades, em especial no Brasil, pela reduzida quantidade de bancos que aderiram aos mecanismos de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Por isso, optou-se pela ampliação máxima do período da amostra para que a quantidade de observações não prejudicasse as conclusões deste estudo. Também se optou pela manutenção de empresas com dados faltantes ou perdidos (*missing values*) na pesquisa, para que a quantidade de informações não fosse reduzida, em função da elevada quantidade de empresas que não divulgaram informações financeiras para o período estudado, opção que foi também escolhida por Weber (2008).

7.1. Estatística Descritiva

A estatística descritiva das variáveis dependentes e explicativas deste estudo foi apresentada na Tabela 1. As variáveis dependentes em função do Lucro Líquido resultaram em valores negativos, pois os valores declarados pelas firmas referentes ao Lucro Líquido não foram considerados em módulo. Observou-se também um maior desvio padrão das variáveis JSCP/LL e Proventos/LL em relação à variável Dividendos/LL, devido à maior quantidade de firmas que optaram pela distribuição de JSCP em relação aos Dividendos.

TABELA 1. Estatística descritiva das Variáveis

VARIÁVEIS	Obs	Médias	Desv. Pad.	Cov.	Mín.	Máx.
DIV/LL	702	0,1735	0,8447	486,9	-5,098	12,5672
JSCP/LL	702	0,898	13,684	1523,1	-25,201	360,551
DIV/PL	702	0,024	0,064	266,4	0	0,764
JSCP/PL	702	0,035	0,046	131,6	0	0,604
PROVENTOS/LL	702	1,067	13,712	1284,8	-25,201	360,551
PROVENTOS/PL	702	0,062	0,099	157,3	0	1,22
PROVENTOS	702	331806,5	955364,1	287,9	0	6937785
ROA	702	0,010	0,033	313,0	-0,565	0,164
ROE	702	0,088	0,216	244,2	-1,969	2,068
DÍVIDAS	702	7,630	7,722	101,2	-10,636	124,621
LOGATIVO	702	6,702	0,980	14,6	3,02	9,16
CÂMBIO	702	2,089	0,341	16,3	1,675	3,078
TJLP	702	0,528	0,131	24,9	0,416	0,958
CONTROLE	702	-	-	-	0	1
N_GOV	702	-	-	-	0	1

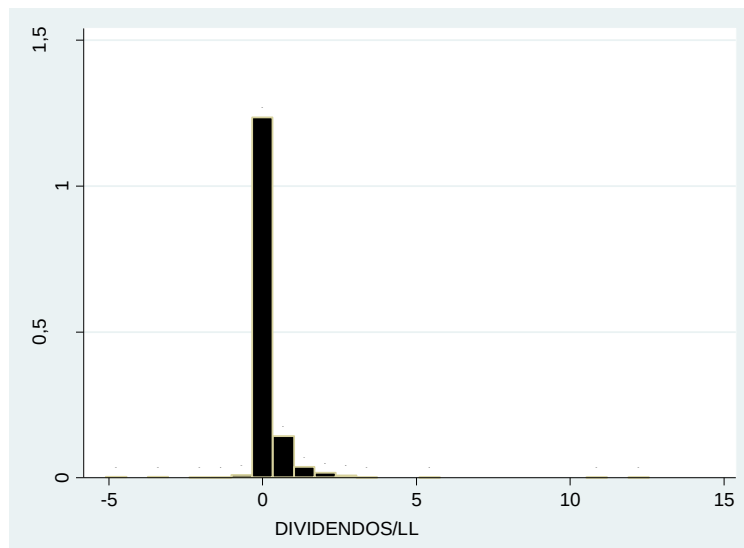
LEGENDA: VARIÁVEIS DEPENDENTES: **DIV/LL** – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; **JSCP/LL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **DIV/PL** – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **JSCP/PL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS/LL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **PROVENTOS/PL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS: **ROA** – RETORNO SOBRE O ATIVO; **ROE** – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **DÍVIDAS** – PASSÍVEL EXIGÍVEL/PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **LogATIVO** – LOGARÍTMO DO ATIVO; **CÂMBIO** – TAXA MÉDIA ANUAL DA COTAÇÃO DO DÓLAR PTAX; **TJLP** – MÉDIA ANUAL DA TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO; **CONTROLE** – DUMMY 1 PARA CONTROLE GOVERNAMENTAL E 0 PARA OUTROS; **N_GOV** – DUMMY 1 PARA ADESÃO AOS NÍVEIS 2 E NOVO MERCADO E 0 PARA OS DEMAIS NÍVEIS DE GOVERNANÇA..

Fonte: Resultados da pesquisa

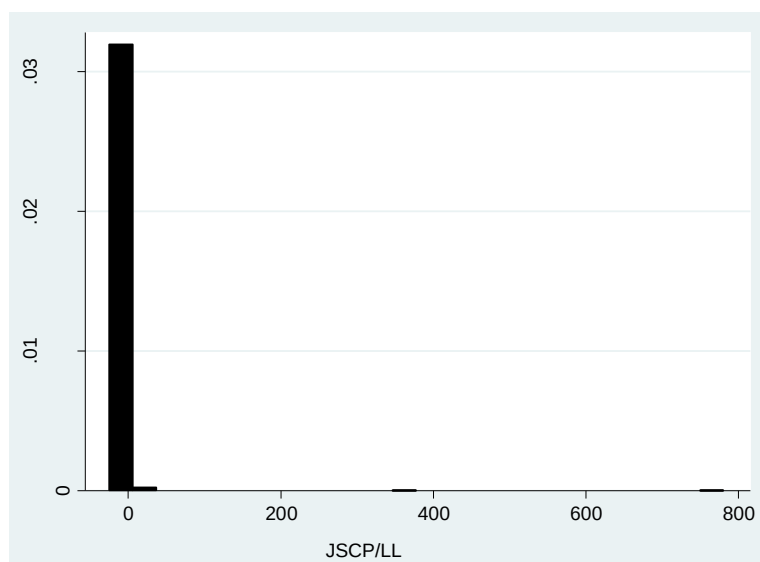
Após a apresentação da estatística descritiva das variáveis dependentes, foram expostos os respectivos histogramas nas Figuras de 7 a 13, que permitem uma melhor visualização e comparativo da concentração dos valores de cada variável. Os valores apresentados na Figura 13 são em milhares de reais. Já os demais, por se tratarem de índices, não possuem unidades de valor.

FIGURA 7 – Histograma Variável Dependente Dividendos/LL



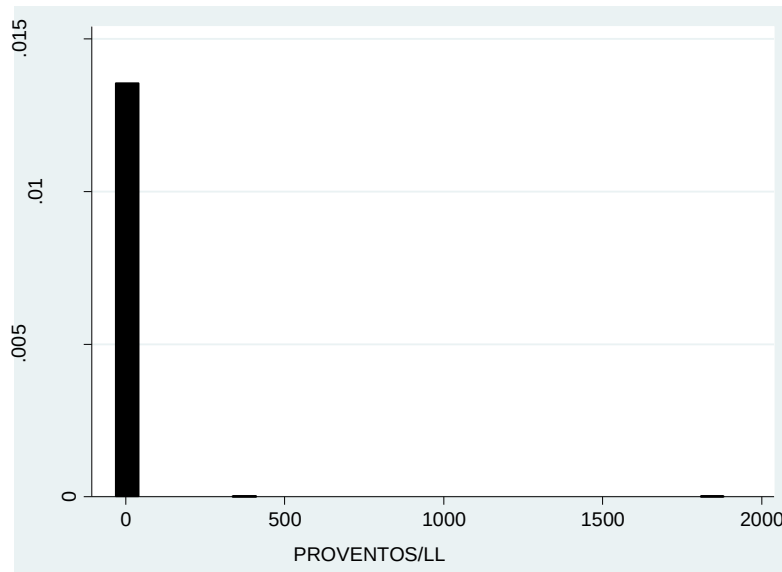
Fonte: Resultados da pesquisa

FIGURA 8 – Histograma Variável Dependente JSCP/LL



Fonte: Resultados da pesquisa

FIGURA 9 – Histograma Variável Dependente Proventos/LL

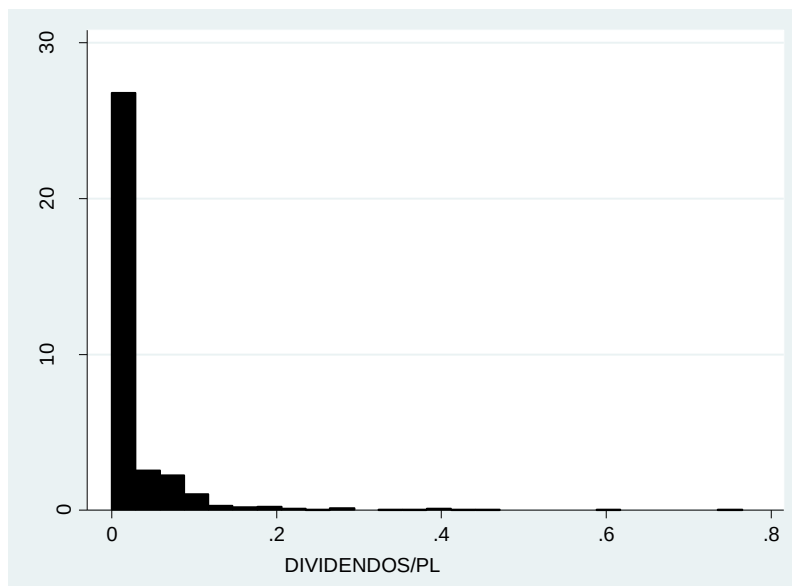


Fonte: Resultados da pesquisa

As Figuras 7, 8 e 9 apresentaram as frequências referentes às variáveis dependentes Dividendos/LL, JSCP/LL e Proventos/LL, respectivamente. Observou-se nestas figuras a concentração dos valores nulos da amostra quando as variáveis foram controladas pelo Lucro Líquido das instituições financeiras. A concentração pode ter ocorrido devido à grande quantidade de firmas que apontaram Lucros Líquidos para o período analisado, mas não distribuíram uma parcela destes lucros na forma de Dividendos ou JSCP. Em 2014, por exemplo, foi apurado um Lucro Líquido das Instituições Financeiras da amostra de aproximadamente R\$ 70 bilhões, porém foram distribuídos R\$ 8,5 bilhões na forma de Dividendos e R\$ 12 bilhões na forma de JSCP para os investidores, totalizando R\$ 20 bilhões.

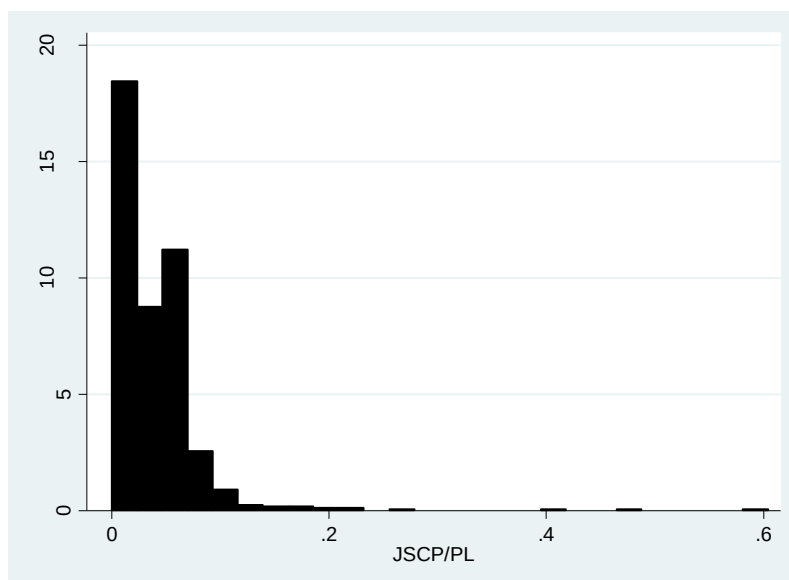
As Figuras 10, 11 e 12 apresentaram os histogramas para as variáveis dependentes Dividendos/PL, JSCP/PL e Proventos/PL, respectivamente. Para as variáveis controladas pelo Patrimônio Líquido, os gráficos mostraram relativa desconcentração em relação ao que foi observado nas variáveis controladas pelo Lucro Líquido. Entretanto, também houve concentração de valores nulos ou próximos ao zero. Os gráficos apresentaram, pelo menos, 6 classes diferentes. A Figura 13 apresentou o histograma da Variável Dependente Proventos, em que se observou a concentração dos resultados no valor zero, assim como nas variáveis dependentes controladas pelo Lucro Líquido.

FIGURA 10 – Histograma Variável Dependente Dividendos/PL



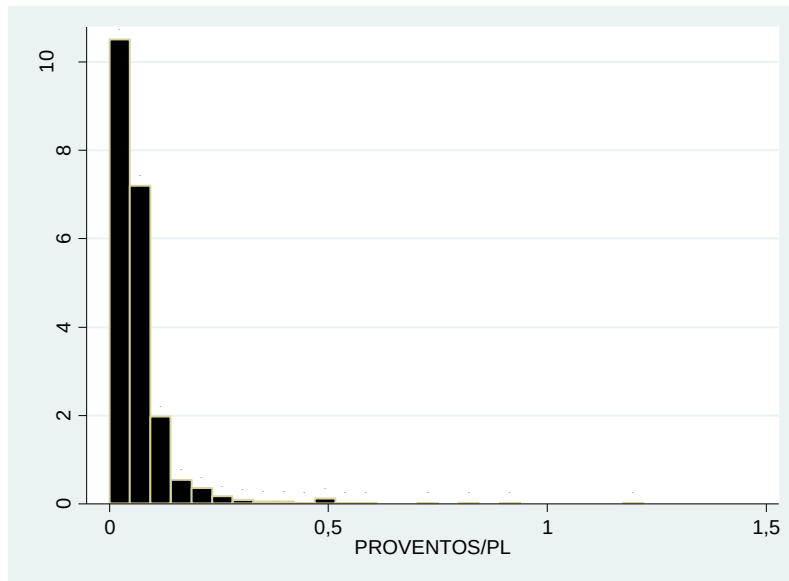
Fonte: Resultados da pesquisa

FIGURA 11 – Histograma Variável Dependente JSCP/PL



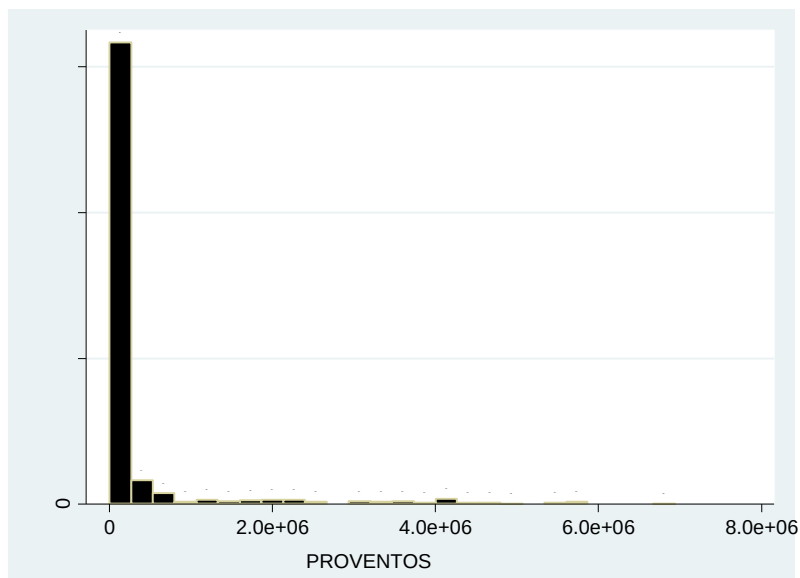
Fonte: Resultados da pesquisa

FIGURA 12 – Histograma Variável Dependente Proventos/PL



Fonte: Resultados da pesquisa

FIGURA 13 – Histograma Variável Dependente Proventos



Fonte: Resultados da pesquisa

7.2. Correlações e Regressões

Como recomenda a literatura acadêmica, inicialmente foram realizados os testes para definição do modelo econométrico que seria mais consistente para esta amostra. As opções seriam o modelo *Pooled*, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

Conforme Fávero (2015), primeiro foi executado o Teste LM de Breusch-Pagan que auxilia na definição entre os modelos *Pooled* ou de efeitos aleatórios. Quando há a rejeição da hipótese nula, o modelo *Pooled* ou POLS (*Pooled Ordinary Least Square*) é rejeitado em relação ao modelo de efeito aleatório. Na sequência, executou-se o Teste de Hausman que indicaria se o modelo de efeitos fixos ou o modelo de efeitos aleatórios seria mais consistente. Neste trabalho, os resultados dos testes indicaram o modelo de efeitos fixos como melhor opção para as regressões, conforme resultados apresentados na Tabela 2.

TABELA 2 – Resultados Testes de Breusch-Pagan e Hausman

VARIÁVEIS DEP.	Teste de Breusch-Pagan		Teste de Hausman	
	Chi2	Prob>chi2	Chi2	Prob>chi2
DIVIDENDOS/LL	0,00	0,4724	5,95	0,4294
JSCP/LL	0,00	0,4810	1,85	0,9326
PROVENTOS/LL	0,00	1,00	2,06	0,9136
DIVIDENDOS/PL	51,86	0,00	20,46	0,0023
JSCP/PL	126,01	0,00	38,76	0,00
PROVENTOS/PL	37,69	0,00	14,55	0,0241
PROVENTOS	1522,97	0,00	644,56	0,000

LEGENDA: VARIÁVEIS DEPENDENTES: **DIV/LL** – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; **JSCP/LL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **DIVIDENDOS/PL** – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **JSCP/PL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS/LL** – SOMATÓRIO DOS DIVIDENDOS E DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **PROVENTOS/PL** – SOMATÓRIO DOS DIVIDENDOS E DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS** – SOMATÓRIO DOS DIVIDENDOS E DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO DE CADA FIRMA.

Fonte: Resultados da pesquisa

Segundo Fávero (2015), o Teste de Breusch-Pagan verifica se a variância entre os indivíduos é igual a zero ($H_0 = \text{POLS}$), ou se existem variações significativas entre os indivíduos a um determinado nível de significância ($H_1 = \text{efeitos aleatórios}$). Caso a diferença entre os indivíduos seja igual a zero, não haverá efeito em painel, então o Modelo POLS será a melhor opção. Quando ocorrerem diferenças estatisticamente significantes entre os indivíduos, a melhor opção será a regressão com efeitos aleatórios.

Gujarati (2006) explica que a escolha entre os modelos fixo e aleatório depende, entre outros pontos, se se pressupõe que haja correlação entre o termo de erro (ϵ_i) e as variáveis X. Se houver correlação, o modelo de efeitos fixos pode ser o mais indicado. Se não houver, opta-se pelo modelo de efeitos aleatórios. Neste estudo, como é esperado que haja outros fatores que influenciem as variáveis explicativas e pelos resultados dos testes então se indica o modelo de efeitos fixos como melhor opção. Fávero (2015) cita o Teste de Hausman para verificar a melhor opção entre os modelos de efeito fixo e aleatório. Segundo Fávero (2015), o

teste de Hausman investiga se os efeitos entre os indivíduos e as variáveis explicativas apresentaram correlação estatisticamente igual a zero (H_0 =efeitos aleatórios), ou não (H_1 =efeitos fixos).

Após os testes de diagnóstico, foram realizadas as correlações e as regressões entre as variáveis com os dados da amostra. Na Tabela 3 foram apresentados os resultados das correlações e na Tabela 4 os resultados das regressões entre as variáveis.

Observaram-se os baixos valores entre as variáveis, indicando baixa correlação entre as informações para este banco de dados. Uma das possíveis causas para a baixa correlação entre as variáveis pode ser a quantidade de dados perdidos para o período de pesquisa. Hair *et al* (2009) apontaram que os dados perdidos podem comprometer os resultados de um estudo, porém conforme já mencionado anteriormente, entendeu-se que neste caso os métodos de atribuição propostos não poderiam ser utilizados para complementar o banco de dados, pois as conclusões poderiam ser enviesadas, visto que os dados não disponibilizados se concentram em firmas menores, ou que iniciaram suas atividades mais recentemente.

Outro ponto a ser destacado seria o modelo proposto com a variável dependente Proventos. Este modelo teria o objetivo de verificar a relação isolada dos proventos, que são o somatório dos valores dos Dividendos e dos JSCP de cada firma, com as variáveis explicativas, sem a divisão de indicadores de resultado ou valores contábeis. Incluiu-se esta variável neste estudo, pois no trabalho de Weber (2008), a autora apontou esta variável dependente como sendo a de maior poder explicativo entre as variáveis pesquisadas, ainda que a autora tenha utilizado esta variável controlada pelo Patrimônio Líquido, o *Payout* e o Ativo de cada instituição e não isoladamente, como aqui proposto. Para a regressão, utilizou-se a equação econométrica proposta no Modelo 12, com as mesmas variáveis explicativas dos modelos anteriores propostas neste trabalho.

Os resultados apresentados até aqui não mostraram correlação entre as variáveis dependentes e explicativas propostas, possivelmente devido à falta de informações relativas à distribuição de Dividendos e JSCP aos acionistas. Assim, embora a transparência de informações, ou *disclosure*, seja um dos pressupostos do Acordo de Basileia II em seu Terceiro Pilar, diversas instituições financeiras não divulgaram, ou divulgaram apenas referente aos últimos exercícios, informações relativas à remuneração dos acionistas.

TABELA 3 – Correlação entre Variáveis Dependentes e Explicativas

	DIV/LL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
DIV/LL	1,00						
Roa	0,0585	1,00					
Roe	0,0404	0,4956	1,00				
Dívidas	0,0485	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	0,0317	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	-0,0091	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	-0,0506	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00
	JSCP/LL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
JSCP/LL	1						
Roa	-0,0102	1,00					
Roe	-0,0154	0,4956	1,00				
Dívidas	-0,0201	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	-0,0045	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	0,0041	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	-0,0325	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00
	PROV/LL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
PROV/LL	1,00						
Roa	-0,0057	1,00					
Roe	-0,0122	0,4956	1,00				
Dívidas	-0,0173	-0,0424	0,2997	1,00			
LogAtivo	-0,0027	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	0,0040	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	-0,0351	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00
	DIV/PL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
DIV/PL	1,00						
Roa	0,1146	1,00					
Roe	0,1161	0,4956	1,00				
Dívidas	0,0666	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	0,0461	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	-0,0511	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	-0,0511	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00
	JSCP/PL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
JSCP/PL	1,00						
Roa	0,2142	1,00					
Roe	0,4878	0,4956	1,00				
Dívidas	0,3410	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	0,1704	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	0,0501	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	0,2141	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00

....Continuação

	PROV/PL	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
PROV/PL	1,00						
Roa	0,1398	1,00					
Roe	0,4729	0,4956	1,00				
Dívidas	0,4390	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	-0,0104	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	0,0061	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	0,0839	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00
	PROV	Roa	Roe	Dívidas	LogAtivo	Câmbio	TJLP
PROV	1,00						
Roa	0,0583	1,00					
Roe	0,1752	0,4956	1,00				
Dívidas	0,2110	-0,0424	0,2977	1,00			
LogAtivo	0,6358	0,0551	0,2290	0,4033	1,00		
Câmbio	-0,0027	0,0112	0,0473	0,0587	0,0514	1,00	
TJLP	0,0468	0,1140	0,1967	0,1075	0,0904	0,5874	1,00

LEGENDA: VARIÁVEIS DEPENDENTES: **DIV/LL** – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; **JSCP/LL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **DIV/PL** – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **JSCP/PL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROV/LL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **PROV/PL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROV** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS: **ROA** – RETORNO SOBRE O ATIVO; **ROE** – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **DIVIDAS** – PASSÍVEL EXIGÍVEL/PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **LogATIVO** – LOGARÍTMO NATURAL DO ATIVO; **CAMBIO** – TAXA MÉDIA ANUAL DA COTAÇÃO DO DÓLAR PTAX; **TJLP** – MÉDIA ANUAL DA TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO; **CONTROLE** – DUMMY 1 PARA CONTROLE GOVERNAMENTAL E 0 PARA OUTROS; **N_GOV** - Dummy 1 PARA ADEÇÃO AOS NÍVEIS 2 E NOVO MERCADO E 0 PARA OS DEMAIS NÍVEIS DE GOVERNANÇA..

Fonte: Resultados da pesquisa

Forti e Schiozer (2012) mencionaram uma estratégia utilizada pelas instituições que diz respeito ao destino dos lucros dos bancos que não possuem ações dispersas no mercado de capitais. Segundo estes autores, os bancos de capital fechado utilizavam o que eles chamaram de “manobra” para que os lucros líquidos ou Dividendos das firmas fossem destinados ao aumento de capital. Isso só foi possível por decisão unânime de todos os acionistas, por meio de assembleia geral de acionistas, quando os lucros das empresas foram destinados ao aumento de capital. Então, de certa forma, pode-se inferir que na verdade as distribuições de Dividendos para estas instituições financeiras foram utilizados para reforçar a capacidade de empréstimos, melhorando indicadores financeiros e de crédito dos bancos, como o Índice de Basileia.

TABELA 4 – Resultados das regressões dos modelos econométricos

DIV/LL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	1,120	1,210	0,93	0,926	-1,255	3,497
ROE	0,020	0,195	0,10	0,628	-0,363	0,404
Dívidas	0,003	0,005	0,70	0,628	-0,007	0,015
LogAtivo	-0,008	0,144	-0,06	0,067	-0,291	0,275
Cambio	0,101	0,117	0,86	0,634	-0,129	0,333
TJLP	-0,367	0,364	-1,01	0,815	-1,083	0,347
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	-1386,75	1,510	0,16	0,875	-1,898	2,229
JSCP/LL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	-3,349	19,946	-0,17	0,867	-42,522	35,824
ROE	-0,216	3,219	-0,07	0,947	-6,539	6,107
Dívidas	-0,006	0,093	-0,07	0,947	-0,189	0,1771
LogAtivo	-0,483	2,378	-0,20	0,839	-5,155	4,188
Cambio	1,764	1,941	0,91	0,364	-2,048	5,576
TJLP	-5,293	6,004	-0,88	0,378	-17,087	6,499
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	3,35	17,323	0,19	0,846	-30,667	37,378
PROV/LL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	-1,992	19,988	-0,10	0,921	-41,249	37,264
ROE	-0,160	3,226	-0,05	0,960	-6,497	6,176
Dívidas	-0,002	0,093	-0,02	0,981	-0,185	0,181
LogAtivo	-0,501	2,383	-0,21	0,833	-5,183	4,180
Cambio	1,875	1,945	0,96	0,335	-1,945	5,695
TJLP	-5,667	6,017	-0,94	0,347	-17,485	6,150
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	3,558	17,360	0,21	0,838	-30,535	37,653
DIV/PL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	0,073	0,084	0,87	0,385	-0,092	0,239
ROE	-0,003	0,013	-0,25	0,801	-0,030	0,023
Dívidas	6,04	0,0003	0,02	0,988	-0,0007	0,0007
LogAtivo	-0,002	0,01	-0,26	0,795	-0,022	0,017
Cambio	-0,021	0,008	-2,56	0,011	-0,037	-0,004
TJLP	0,040	0,02	1,60	0,111	-0,009	0,090
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	0,063	0,073	0,87	0,386	-0,804	0,207

.....continuação

JSCP/PL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	-0,058	0,049	-1,18	0,240	-0,155	0,039
ROE	0,076	0,008	9,61	0,000	0,061	0,092
Dívidas	0,002	0,0002	9,53	0,000	0,001	0,002
LogAtivo	0,001	0,005	0,31	0,755	-0,009	0,013
Cambio	-0,008	0,004	-1,66	0,097	-0,017	0,001
TJLP	0,054	0,014	3,64	0,000	0,024	0,083
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	-0,012	0,043	-0,28	0,779	-0,096	0,072
PROV/PL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	0,026	0,127	0,21	0,834	-0,222	0,276
ROE	0,076	0,020	3,74	0,000	0,036	0,116
Dívidas	0,002	0,0005	3,66	0,000	0,001	0,003
LogAtivo	-0,006	0,015	-0,42	0,677	-0,036	0,023
Cambio	-0,035	0,012	-2,90	0,004	-0,060	-0,011
TJLP	0,083	0,038	2,19	0,029	0,008	0,158
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	0,112	0,110	1,02	0,309	-0,104	0,328
PROVENTOS	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	2561492	620801,6	4,13	0,000	1342276	3780709
ROE	-57029,05	100209,9	-0,57	0,570	-253835,1	139777
Dívidas	-3765,416	2906,377	-1,30	0,196	-9473,363	1942,531
LogAtivo	82561,36	74040,41	1,12	0,265	-62849,49	227972,2
Cambio	-185239,8	60422,58	-3,07	0,002	-303906	-66573,52
TJLP	-635583,8	186899,6	-3,40	0,001	-1002643	-268524,4
Controle1	0	Omitted				
Controle2	0	Omitted				
N_Gov1	0	Omitted				
N_Gov2	0	Omitted				
_cons	507790,6	539194,8	0,94	0,347	-551155	1566736

LEGENDA: **VARIÁVEIS DEPENDENTES:** **DIV/LL** – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; **JSCP/LL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **DIV/PL** – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **JSCP/PL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS/LL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **PROVENTOS/PL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS: **ROA** – RETORNO SOBRE O ATIVO; **ROE** – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **DIVIDAS** – PASSÍVEL EXIGÍVEL/PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **LogATIVO** – LOGARÍTMO DO ATIVO; **CÂMBIO** – TAXA MÉDIA ANUAL DA COTAÇÃO DO DÓLAR PTAX; **TJLP** – MÉDIA ANUAL DA TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO; **CONTROLE2** – DUMMY 1 PARA CONTROLE GOVERNAMENTAL e **CONTROLE1**– DUMMY 0 PARA OUTROS; **N_GOV2**– DUMMY 1 PARA ADESÃO AOS NÍVEIS 2 E NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E **N_GOV1** – DUMMY 0 PARA OS DEMAIS.

Fonte: Resultados da pesquisa

Weber (2008) observou problema semelhante em sua amostra e apontou duas alternativas: i) excluir as variáveis sem correlação significativa ou ii) utilizar um método de

regressão adaptativo, o *Stepwise*, em que as variáveis explicativas vão sendo colocadas no modelo econométrico uma de cada vez. As variáveis que não mantiverem seu poder explicativo são retiradas do modelo econométrico até que se consiga o melhor modelo possível para a amostra. A autora escolheu o método *Stepwise* para que não fossem retiradas variáveis do modelo econométrico em sua pesquisa.

Para esta pesquisa, também se optou pela segunda alternativa em que foi testado o método de regressão adaptativo *Stepwise*. Contudo, fez-se o uso deste método estatístico apenas com as variáveis dependentes Proventos/LL, Proventos/PL e Proventos.

Neste método, é preciso apontar os percentuais mínimos do Teste F para remoção e inclusão das variáveis. Os percentuais de remoção e de inclusão das variáveis explicativas nesta pesquisa foram de 0,99 e 0,05, respectivamente. Os resultados deste método foram apresentados na Tabela 5.

A variável explicativa “Controle1” utilizada nesta pesquisa não constou na Tabela 5, pois foi omitida por colinearidade nas regressões com o uso do método *Stepwise*. Salienta-se que esta variável omitida é uma variável *dummy* de Controle das Instituições financeiras. Quando o controle da empresa for governamental atribuir-se-ia o nome de “Controle2” e para os demais tipos de controle das firmas, atribuir-se-ia “Controle1”. Seguindo o que recomendaram Stock e Watson (2004) a respeito dos testes de hipóteses, pode-se rejeitar a hipótese nula se o valor absoluto ou em módulo da estatística t for maior que 1,96. Nestes casos, a probabilidade de ocorrer uma rejeição errônea será de 5%.

TABELA 5 – Resultados Método *Stepwise*

Proventos/LL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	-1,004	18,431	-0,05	0,957	-37,192	35,183
ROE	0,298	3,053	0,10	0,922	-5,695	6,293
Dívidas	-0,032	0,078	-0,41	0,679	-0,187	0,121
LogAtivo	0,243	0,663	0,37	0,714	-1,058	1,545
Câmbio	1,544	1,894	0,82	0,415	-2,175	5,264
TJLP	-5,441	5,088	-1,07	0,285	-15,432	4,549
Controle2	0,548	1,622	0,34	0,735	-2,636	3,733
N_Gov2	-0,709	1,848	-0,38	0,701	-4,338	2,920
_cons	-1,068	6,043	-0,18	0,860	-12,933	10,796
Proventos/PL	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	0,177	0,122	1,44	0,150	-0,063	0,418
ROE	0,0942	0,020	4,63	0,000	0,0542	0,134
Dívidas	0,0019	0,0005	3,74	0,000	0,0009	0,002
LogAtivo	0,002	0,004	0,58	0,565	-0,006	0,011
Câmbio	-0,033	0,0126	-2,64	0,009	-0,058	-0,008
TJLP	0,071	0,0339	2,10	0,036	0,0046	0,1377
Controle2	-0,027	0,0108	-2,57	0,010	-0,048	-0,006
N_Gov2	-0,000	0,0123	-0,06	0,953	-0,024	0,023
_cons	0,076	0,0402	1,90	0,058	-0,002	0,1554
Proventos	Coef.	Desv. Pad.	t	Valor p	[Interv. Conf. 95%]	
ROA	500831,5	906418,1	0,55	0,581	-1278823	2280487
ROE	-24146,27	150147,7	-0,16	0,872	-318945,2	270652,6
Dívidas	-2521,901	3870,62	-0,65	0,515	-10121,45	5077,648
LogAtivo	462078	32614,24	14,17	0,000	398043,4	526112,6
Câmbio	-134906,8	93185,06	-1,45	0,148	-317865,7	48052,05
TJLP	-331882,4	250260,5	-1,33	0,185	-823242	159477,3
Controle2	-376360	79780,23	-4,72	0,000	-533000	-219720,1
N_Gov2	997298,2	90914,95	10,97	0,000	818796,4	1175800
_cons	-2085006	297208,1	-7,02	0,000	-2668542	-1501470

LEGENDA: **VARIÁVEIS DEPENDENTES:** **DIV/LL** – DIVIDENDOS/LUCRO LÍQUIDO; **JSCP/LL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **DIV/PL** – DIVIDENDOS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **JSCP/PL** – JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS/LL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / LUCRO LÍQUIDO; **PROVENTOS/PL** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **PROVENTOS** – SOMA DOS DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS **ROE** – RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **DÍVIDAS** – PASSÍVEL EXIGÍVEL/PATRIMÔNIO LÍQUIDO; **LogATIVO** – LOGARÍTMO NATURAL DO ATIVO; **CAMBIO** – TAXA MÉDIA ANUAL DA COTAÇÃO DO DÓLAR PTAX; **TJLP** – MÉDIA ANUAL DA TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO;; **CONTROLE2** – DUMMY 1 PARA CONTROLE GOVERNAMENTAL e **CONTROLE1**- DUMMY 0 PARA OUTROS; **N_GOV2**- DUMMY 1 PARA ADESÃO AOS NÍVEIS 2 E NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E **N_GOV1** – DUMMY 0 PARA OS DEMAIS.

Fonte: Resultados da pesquisa

Para a variável dependente Proventos/LL não foi verificada nenhuma relação significativa com as variáveis explicativas deste estudo, ao nível de 5%.

Já para a variável Proventos/PL foi apontada relação significativa positiva ao nível de 5% para as variáveis ROE, Dívidas e TJLP, pois os valores da estatística t foram acima de 1,96, e relação negativa com as variáveis Câmbio e “Controle2”, pois os valores para a

estatística t destas variáveis foram acima de 1,96 em módulo. Portanto, verificou-se uma relação positiva entre o pagamento de Dividendos e o tamanho da empresa, o endividamento e a o indicador macroeconômico TJLP, e relação negativa desta variável dependente com o indicador macroeconômico Câmbio e o controle acionário público das instituições.

Para a variável Proventos a associação com a variável LogATIVO foi positiva com valor da estatística t de 14,17, o que indica que empresas maiores tendem a distribuir maiores Dividendos. Com a variável “Controle2” a relação foi contrária, estabelecendo relação negativa da variável com o controle público, assim como o resultado indicado na variável dependente Proventos/PL. Para a variável explicativa “N_Gov2” houve associação positiva entre as empresas pertencentes aos Níveis 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, indicando que a hipótese nula pode ser rejeitada ao nível de 5%. Portanto, há uma relação positiva entre o pagamento de Proventos, quando não são considerados os tamanhos das instituições financeiras.

Forti e Schiozer (2012) apontaram que instituições financeiras pertencentes ao Governo possuiriam vantagens no acesso a recursos com custos menores. Já os bancos controlados pelo setor privado dependeriam da captação de recursos no mercado de capitais para se financiarem.

Os Resultados referentes ao R^2 e do Teste F para o método *Stepwise* foram apresentados na Tabela 6. Para a variável Proventos/LL, por este método o R^2 foi de 0,0027. Para a variável Proventos/PL o mesmo método apresentou um R^2 com valor de 0,1524. Para a variável Proventos, o resultado do R^2 foi de 0,5031, ou seja, pelo método adaptativo *Stepwise*, as variáveis de controle pouco explicaram ou influenciaram no resultado das variáveis dependentes. Um valor de R^2 próximo de 1 indicaria que as variáveis X ou independentes possuiriam capacidade explicativa sobre as variáveis dependentes. Dentre as variáveis deste estudo, destacou-se a variável dependente Proventos, que segundo os resultados pelo método *Stepwise*, 50,31% dos resultados da variância poderia ser explicada pelas variáveis explicativas utilizadas nesta pesquisa.

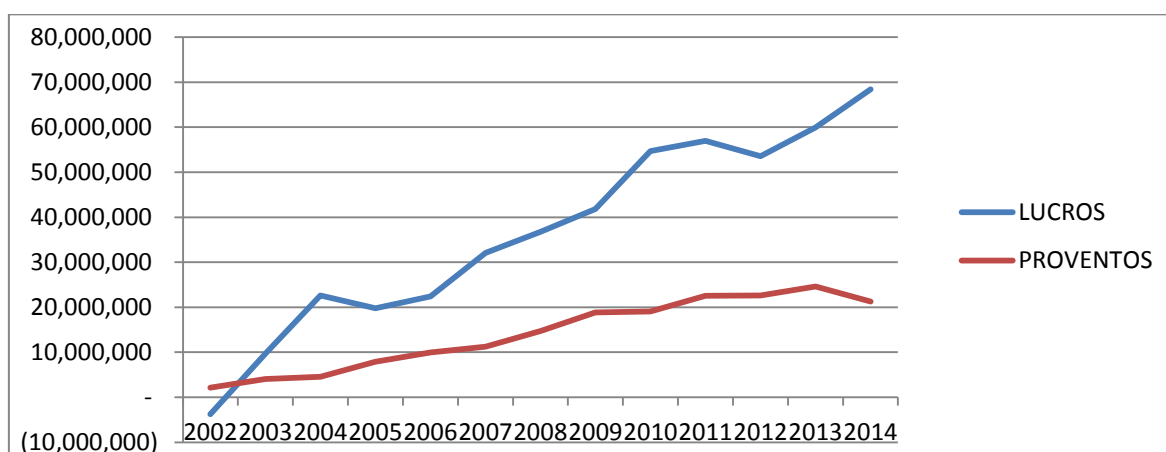
TABELA 6 – Resultados pelo Método *Stepwise*: R² e Teste F

VARIÁVEIS DEPENDENTES	R ²	TESTE F
PROVENTOS/LL	0,0027	0,24
PROVENTOS/PL	0,1524	15,58
PROVENTOS	0,5031	87,70

Fonte: Resultados da pesquisa.

De acordo com a literatura acadêmica, esperava-se que os resultados do modelo *Stepwise* corroborassem de forma contundente autores como Silveira (2002), Andrade e Rossetti (2004), Rogers (2006) e Dami (2006), apontando de forma consistente que os mecanismos de Governança Corporativa seriam impulsionadores ou garantidores dos retornos financeiros para os acionistas. Desta forma, esperava-se que não só a variável dependente Proventos, mas que outras variáveis dependentes apontassem relação positiva entre a Política de Dividendos e os Níveis de Governança Corporativa.

FIGURA 14 – Evolução dos Lucros bancários e dos Proventos pagos aos acionistas



Fonte: Resultados da pesquisa.

Na análise dos resultados desta pesquisa observou-se um crescimento acentuado dos lucros dos bancos no período estudado, acompanhando a oscilação do cenário econômico brasileiro neste período. O valor total dos Lucros Líquidos anuais foi maior do que o crescimento da distribuição de Dividendos, conforme a Figura 14, que apresenta o gráfico relacionando o crescimento dos Lucros Líquidos dos bancos e o pagamento de Juros e Dividendos para os acionistas para o período de 2002 a 2014.

Assim como nos trabalhos de Weber (2008) e Forti e Schiozer (2012), não foi encontrada relação significativa entre a variável dependente Dívidas, neste estudo identificada

como variável de risco e a *Pecking Order Theory*. Da mesma forma, em relação às variáveis macroeconômicas Câmbio e TJLP, esperava-se que houvesse uma relação significativa positiva ou negativa entre estes indicadores macroeconômicos, que influenciam a economia do país, contudo, assim como no trabalho de Weber (2008), também não foram encontradas relações significativas. Aponta-se que, assim como Weber (2008), seriam necessários mais estudos buscando o entendimento da relação destas variáveis diretamente ligadas à economia nacional para maiores conclusões sobre a relação dos temas com estas variáveis.

Por fim, Polo (2007) apontou que a forte regulamentação governamental e a falta de transparência poderiam dificultar a implantação da Governança Corporativa no setor bancário, e talvez fosse esta uma das possíveis explicações para que o setor tenha apresentado crescimento da lucratividade, mas não tenha indicado resultados significativos quando relacionado com o tema com a Política de Dividendos.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo era de verificar a relação entre a distribuição de Dividendos e JSCP no setor bancário, abordando a adesão aos níveis de Governança Corporativa como um possível diferencial para os investidores. Utilizando informações públicas divulgadas pelo BACEN, pela CVM e pelas próprias instituições financeiras, foram feitas regressões com dados em painel desbalanceado com informações entre os anos de 2002 e 2014.

Foram propostos ao final do estudo sete modelos econométricos caracterizando os Dividendos, os JSCP e o somatório destes, apresentado neste estudo como Proventos. Esperava-se que houvesse relações significativas entre as variáveis explicativas e as variáveis dependentes de forma semelhante aos estudos de Weber (2008) e Forti e Schiozer (2012), entre outros autores. Entretanto, os resultados das regressões lineares com dados em painel não apontaram relações significativas entre as variáveis dependentes e a variável de Governança Corporativa. Como alternativa, fez-se o uso do método *Stepwise* com as variáveis dependentes Proventos/LL, Proventos/PL e Proventos. O principal resultado deste método foi a relação significativa entre a variável dependente Proventos e duas variáveis explicativas: a variável “Controle2” e a variável “N_Gov2”.

Para a variável Controle, a relação foi negativa. Os resultados da regressão indicaram que instituições que eram controladas pelo Governo distribuíram menor parcela dos seus lucros aos acionistas. Não foi possível estabelecer relação com as instituições com outros tipos de controle, visto que a variável que representava outros tipos de controle acionário foi retirada da regressão por colinearidade.

Com a variável Proventos houve indicação de relação positiva com a variável N_Gov, assim como o esperado. Isto é, as empresas que aderiram aos Níveis de Governança Corporativa 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, os níveis mais exigentes, apresentaram melhores retornos para os acionistas.

As relações significantes da regressão pelo método *Stepwise* com as variáveis Controle e N_Gov ocorreram com a variável Proventos, que não foi controlada por nenhum indicador financeiro ou contábil, sendo estes indicadores utilizados neste estudo com outras variáveis dependentes, indicadores de tamanho das firmas. Desta forma, indica-se que a Política de Dividendos das instituições financeiras foi fortemente influenciada pelo tamanho das firmas, a

tal ponto que quando são desprezados os tamanhos das empresas, foi possível estabelecer relações de significância.

A variável Proventos/PL também apresentou resultados significativos ao nível de 5%, com o método *Stepwise*. Com esta variável foram indicadas relações significativas positivas com as variáveis independentes ROE, Dívidas e TJPL e negativas com as variáveis Câmbio e Controle. Desta forma, sugere-se que a distribuição de lucros possui relação com o tamanho, com o endividamento da empresa, neste estudo tratada como variável de risco, e com a taxa de juros para financiamentos de longo prazo. Além disso, a relação contrária com a cotação do Real no mercado internacional, não era o resultado esperado conforme a literatura, visto que a desvalorização da moeda nacional atrairia maior volume de recursos externos para investimentos no país. Desta forma, a Terceira Hipótese desta pesquisa não pôde ser comprovada. Sugere-se que novos estudos venham a confirmar ou refutar a relação destas variáveis com a Política de Dividendos.

Salienta-se que os resultados encontrados nesse estudo foram apresentados após a utilização do método *Stepwise*, sugerindo que mais pesquisas sobre o tema serão necessárias para confirmar ou refutar as conclusões aqui encontradas.

Sob o ponto de vista regulatório, a falta de disponibilização de informações ao mercado também é contrária à regulamentação do terceiro Pilar do Acordo de Basileia II, em que a transparência de informações para o mercado é tratada diretamente. Apontou-se que grande parte das instituições não disponibilizavam informações financeiras para amplo acesso. Entende-se que a análise destas informações não é vital apenas para investidores que adquirem ações no mercado de capitais, mas também para aqueles investidores que procuram instituições e portfólios seguros para investirem seus recursos. Salienta-se que a coleta de dados para esta pesquisa foi realizada somente em documentos de acesso público, nos sites do BACEN, da CVM e das próprias firmas, sem o uso de outros bancos de dados, onerosos ou não. A falta de informações de parte dos indivíduos pesquisados pode ser apontada como um dos fatores que poderia ter prejudicado os resultados das regressões. Das 132 instituições financeiras classificadas como sendo do consolidado I e II do BACEN, 34 delas, isto é, 25% do total, não disponibilizavam informações referentes à distribuição de seus lucros.

Observou-se também a presença de bancos pertencentes a conglomerados ou *holdings* atuando no mercado nacional, com o intuito aparente de prestarem serviço adicional de financiamento aos clientes da empresa principal do grupo, como por exemplo, no caso dos

bancos criados para atenderem à demanda de financiamento dos clientes das indústrias automobilísticas. Desta forma, estas instituições visariam não ao retorno dos acionistas, mas principalmente à viabilização de negócios da empresa principal do grupo com seus clientes.

Portanto, concluiu-se que com a amostra desta pesquisa, foi possível estabelecer relação positiva entre a Política de Dividendos e os Mecanismos de Governança Corporativa, em seus níveis de adesão mais exigentes, rejeitando-se a hipótese nula, quando não foi levado em consideração o tamanho das instituições financeiras. Também se verificou que houve relação significativa entre a Política de Dividendos com o controle acionário destas firmas. Infere-se que bancos não controlados pelo Governo parecem distribuir mais seus lucros, tendo em vista que estas empresas não possuem acesso ao capital subsidiado pelo Governo, dependendo do mercado de capital para a captação de recursos.

REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. Production, Information, Costs and Economic Organization. **American Economic Review**, v. 62, n.5, pp. 777-795, 1972.
- AMORIM, T. N. M.; **Contingência de crises financeiras: Um estudo sobre a evolução da regulação dos mercados e o risco das instituições financeiras no Brasil**. 2011. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2011.
- ANDRADE, M. M.; **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**. 6ª ed. Editora Atlas, São Paulo, 2004.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo. Atlas, 2004.
- ASQUITH, P; MULLINS JR, D. W. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth. **Journal of Business**, pp. 77-96, 1983.
- BACEN – Banco Central do Brasil. **50 Maiores Bancos e O Consolidado do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp>. Acesso em Setembro e Outubro de 2015 (a).
- BACEN – Banco Central do Brasil. **O Acordo de Basileia**. Disponível em <http://www.BACEN.gov.br/?BASILEIA>. Acesso em 28 de Março de 2015 (b).
- BACHMANN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A.. Regularidade no pagamento de Dividendos e Governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 68-79, 2012.
- BACHMANN, R. K. B.; KUDLAWICZ, C.; ALMEIDA, V. E.; CHEROBIM, A. P. M. S. Remuneração aos Acionistas: Como o Mercado Precifica a Distribuição de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio por Empresas do Segmento Bancário listadas na BM&FBOVESPA em 2010. **Facef Pesquisa: Desenvolvimento e Gestão**. v.15, n.2, pp.163-174, 2012.
- BARTH, J.; CAPRIO, G.; LEVINE, R. **Rethinking Bank Regulation: till angels govern**. Cambridge University Press, 2005.
- BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Governança Corporativa; Algumas Reflexões Teóricas sob a Perspectiva da Economia. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, XXIX, 2005, Brasília, **Anais....**Brasília: ANPAD, 2005.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**, New York, Macmillan, 1932
- BHAGAT, S.; BOLTON, B. J. **Sarbanes-Oxley, Governance and Performance**. Maio de 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1361815>.

BLACK, F. The Dividend Puzzle, **The Journal of Portfolio Management**. v.2, n.2, p. 5-8, 1976.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros. Disponível em www.bmfbovespa.com.br. Acessos em 30 de Abril de 2015 e 08 de Setembro de 2015.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em www.bndes.gov.br. Acesso em 08 de Abril de 2015.

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

BRASIL, Lei nº 7.492, de 16 de Junho de 1986 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/l7492.htm.

BRASIL, Lei nº 9.249, de 22 de Dezembro de 1995 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/leis/L9249.htm.

BRASIL Lei nº 9.457, de 05 de Maio de 1997 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm.

BRASIL Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm

BRASIL, Lei nº 11.638, de 28 de Dezembro de 2007 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm

BRASIL, Lei nº 11.941, de 27 de Maio de 2009 – Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm

CARVALHO, D. B.; SANTOS, G. M, **Os Acordos de Basileia – Um roteiro para implementação nas instituições financeiras**. 2008. Disponível em http://www.febraban.org.br/Arquivo/Servicos/Imprensa/Artigo_Basileia_6.pdf.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**. vol. 57, n.06, 2002.

COASE, R.H. The Nature of the Firm, **Economica**, v.4, n16, pp. 386-405, 1937. Doi: 10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Disponível em www.cpc.org.br. Acesso em 02 de Maio de 2015.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em www.cvm.gov.br. Acessos em Setembro e Outubro de 2015.

DAMI, A. B. T. **Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade, Desempenho e Valor – uma Análise de Empresas Brasileiras**. 2006. 115 f. Dissertação (Mestrado em

Administração), Faculdade de Gestão e Negócios/Universidade Federal de Uberlândia - FAGEN/UFU, Uberlândia, Minas Gerais, 2006.

DICKENS, R.; CASEY, M.; NEWMAN, J. Bank Dividend Policy: Explanatory Factors. **Quarterly Journal of Business and Economics**. n.41, pp-3-12, 2002. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/40473341>.

FAMA, E.F. What's different about banks? **Journal of Monetary Economics**. v.15, n.1, p. 29-39, Jan. 1985.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. Disappearing Dividends: Changing Firms Characteristics or Lower Propensity to Pay? **Journal of Financial Economics**, n.60, pp.3-43, 2001.

FÁVERO, L. P. **Análise de Dados. Modelos de Regressão com Excell, Stata e SPSS**. Editora Elsevier. Rio de Janeiro, 2015.

FGV/IBRE – Fundação Getúlio Vargas – Instituto Brasileiro de Economia. Disponível em www.portalibre.fgv.br. Acesso em 26 de Outubro de 2015.

FIORATI, A. R. D. S. **Dividendos e Juros sobre Capital Próprio: Sinalização de Lucratividade Futura? Estudo no Mercado Brasileiro 1999/2004**. 2007. 118 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Escola de Economia de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas – EESP/FGV, São Paulo, 2007.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; DE VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**. v.3, n.23, pp-173-204, 2012.

FORTI, C. A. B.; SCHIOZER, R. F. Bank Dividends and Signaling to Information-Sensitive Depositors. In: **Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper**. 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2139725> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139725>.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Pagamento de Dividendos no Brasil: um estudo empírico sobre seus determinantes. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS - EBFIN. XIV, 2014, Recife. **Anais....**Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças - SBFIN, 2014.

GOES, K. C; **Estrutura de Capital e Contingente Conversível sob a Ótica de Basileia III: Um Estudo Empírico sobre o Brasil**. 2014. 72 f. Dissertação (Mestrado em Economia e Finanças) – Escola de Economia de São Paulo/Fundação Getúlio Vargas – EESP/FGV, São Paulo, 2014.

GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. **The Journal of Finance**. v.18, n.2, p. 264-272, 1963.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? **The Journal of Business**. v.75, n.3, 2002.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Editora Elsevier. Rio de Janeiro. 2006.

HAIR JR, J.; BLACK, W.; BABIN, B.; ANDERSON, R. TATHAM, R. **Análise Multivariada de Dados**. Bookman, 6^a Edição. Bookman. Porto Alegre. 2009.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e Efeito Clientela: Evidências no Mercado Brasileiro. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. v.52, n.4, pp. 448-463, Jul/Ago. 2012.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em www.ibgc.org.br Acesso em 22 de Março de 2015.

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

KIEKOW, S. R.; **A Relação entre a Estrutura de Propriedade e o Conselho de Administração nas Instituições Financeiras Brasileiras**. 2013. 126 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul/UFRGS, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n.6, pp. 1113-1155, Dec.1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**. v.54, n.2, pp.471-517, 1999.

LAMEIRA, V. J. **Governança Corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre as práticas de Governança Corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras**. 2007. 197 f. Tese (Doutorado em Administração). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC, Rio de Janeiro, 2007.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR, V. L; MACEDO-SOARES, T. D.L. V A. Governança Corporativa: Impacto no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração**. v.42, n.1, pp. 64-73, 2007.

LAUENSTEIN, M. C. A New Look at Dividend Strategy. **Journal of Business Strategies**, 1987.

LEAL, R. P.C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. **Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)**. Maio de 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=726261> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726261>.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. **The American Economic Review**, pp. 97-113, 1956.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de Dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo. Edição Comemorativa, pp. 39 – 53, Out/2003.

MARTINS, A. I.; FAMA, R. O que Revelam os Estudos Realizados no Brasil sobre Política de Dividendos? **Revista de Administração de Empresas – RAE (on line)**, v.52, n.1, 2012.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. **The Journal of Business**. v. 34, n. 04, pp. 411-433, 1961.

MILLER, M.; ROCK, K. Dividend Policy under Assymmetric Information. **The Journal of Finance**. v. 40, n.4, 1985.

MOTA, D.C. **Dividendos, Juros sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de dividendos no Brasil**. 71 f. Dissertação (Mestrado). Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas – EAESP/FGV, São Paulo, 2007.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, n.13, pp. 187-221, 1984.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T; SILVEIRA, A. D. M; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**. v.1, n.1, pp.119-135, Jan/Abr. 2007.

PEIXOTO, F. M. **Governança Corporativa, Desempenho, Valor e Risco: Estudo das Mudanças em Momentos de Crise**. 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração). Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração – Universidade Federal de Minas Gerais – CEPEAD/UFMG, Belo Horizonte, Minas Gerais, 2012.

POLO, A. **Corporate Governance of Banks: The Current State of the Debate**. Mar/2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=958796> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.958796>

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**. 1994. 74 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 1994.

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

ROGERS , P. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil**. 2006. 146 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Gestão e

Negócios – Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN/UFU, Uberlândia, Minas Gerais, 2006.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B.; **Princípios de Administração Financeira**. 2ª. edição, São Paulo, Atlas, 2008.

ROZEFF, M. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payouts Ratios. **Journal of Financial Research**. v.5, pp.249-259, 1982.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **The Journal of Political Economy**. v.94, v.3, pp. 461-488, 1986.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**. v.52, 1997.

SILVA, S. M. B. 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 – ENANPAD, XXVII, 2003, Atibaia, **Anais....**Atibaia: ANPAD, 2003.

SILVA FILHO, E. B. A Teoria da Firma e a Abordagem dos Custos de Transação: Elementos para uma Crítica Institucionalista. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**. v.17, n.2 (30), pp. 259-277, 2006.

SILVEIRA, A.D.M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A.D.M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2004.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. **Econometria**. São Paulo, Pearson Addison Wesley, 2004.

VEIGA, L. G.; **Uma Análise Comparativa entre Capitais Econômico e Regulamentar com Enfoque em Risco de Mercado**. 2008. 37 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia/Fundação Getúlio Vargas – EPGE/FGV, Rio de Janeiro, 2008.

WEBER, R. A. **Política de Dividendos no Setor Bancário Brasileiro**. 2008. 103 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração/Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, 2008.

WILLIAMSON, O.E. **Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm**. Kershaw, London, 1974.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria**. 1ª edição, São Paulo, Cengage Learning, 2006.

ZANOTELLI, S. **A Influência do Conselho de Administração nos Retornos dos Bancos Brasileiros de Capital Aberto**. 2014. 60 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Escola de Administração/Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, 2014.