

Universidade de Brasília – UnB  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE  
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA  
Bacharelado em Ciências Contábeis

Rodrigo Nunes Machado

**DIVIDENDO E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR LUCRO: uma análise comparativa  
entre as companhias brasileiras listadas nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da  
BM&FBOVESPA**

Brasília, DF  
Dezembro/2013

Prof. Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo  
Reitor da Universidade de Brasília

Profa. Doutora Sônia Nair Bão  
Vice-reitora da Universidade de Brasília

Prof. Doutor Roberto de Goes Ellery Júnior  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Doutor César Augusto Tibúrcio Silva  
Coordenador de Pós-Graduação do curso Ciências Contábeis

Prof. Mestre Wagner Rodrigues dos Santos  
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis

Profa. Mestre Rosane Maria Pio da Silva  
Coordenadora Diurna do Curso de Ciências Contábeis

Prof. Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes  
Coordenador Noturno do Curso de Ciências Contábeis

Rodrigo Nunes Machado

**DIVIDENDO E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR LUCRO: uma análise comparativa  
entre as companhias brasileiras listadas nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da  
BM&FBOVESPA**

Este trabalho no formato monografia foi apresentado para fins de avaliação final do curso de Bacharel em Ciências Contábeis na Universidade de Brasília. Sendo entregue na data de 02 de dezembro de 2013.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e mercado financeiro  
Área de Pesquisa: Contabilidade financeira

Aprovado em 11/12/2013.

---

**Profa. Mestre Francisca Aparecida de Souza**

Universidade de Brasília-UnB  
(Orientadora)

---

**Prof. Mestre José Humberto da Cruz Cunha**

Universidade de Brasília-UnB  
(Avaliador)

Brasília, DF  
Dezembro, 2013

MACHADO, Rodrigo Nunes.

**DIVIDENDO E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR LUCRO: uma análise comparativa entre as companhias brasileiras listadas nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA /Rodrigo Nunes Machado - 2013. 39f.**

Orientação: Me Francisca Aparecida de Souza

Monografia – Ciências Contábeis - Brasília, Universidade de Brasília, 2013.

Palavras-chave: Lucro Líquido. Dividendos. BM&FBOVESPA . Juros sobre Capital Próprio. Governança Corporativa.

## **DEDICATÓRIA**

Este trabalho foi dedicado a toda minha família e amigos que me acompanharam durante todo o percurso para a conclusão de mais uma etapa, me ajudando a vencer os desafios e obstáculos da vida.

## AGRADECIMENTOS

"A cada vitória o reconhecimento devido ao meu Deus, pois só Ele é digno de toda honra, glória e louvor". Senhor, obrigada pela conclusão de mais uma fase da vida.

Agradeço a meus pais, José Geraldo Machado e Luciana Nunes Machado, que estão sempre me apoiando, aconselhando e incentivando, sobre todas as adversidades que encontramos na vida. Por me oferecem tudo o que estava em seu alcance. Admiro sempre a inteligência do meu pai e a bondade da minha mãe, que me fazem a pessoa que sou hoje.

Agradeço as minhas avós: Maria da Conceição Machado e Maria das Mercês Nunes, pelos bolos, lanches e agrados, broncas e brincadeiras, preocupação e atenção que ajudaram a me educar. Agradeço também aos meus familiares que com suas maneiras e ações me influenciaram durante minhas escolhas.

Agradeço aos amigos que me acompanharam nessa e em outras jornadas, obrigado Ana Carolina Cordeiro de Sousa, Beatriz Carvalho Dias, Juliana Ferreira Araújo, Luís Carlos de Carvalho Júnior e por sempre me apoiarem e incentivarem, nunca me deixando desistir, mesmo quando fraquejei. Obrigado pelo carinho.

Também faço um agradecimento a três grandes amigas, Mariana Carneiro Neiva e Souza, Raissa Alecrim Ferreira e Raquel Gomes de Gouveia, que particularmente durante a realização deste trabalho sempre me aconselharam e incentivaram, buscando a todo momento meu conforto mesmo quando foi difícil. Obrigado por permanecerem ao meu lado me entendendo, espero que possa retribuir o favor de maneira tão calorosa quanto recebi.

Finalmente, agradeço à professora Mestre Francisca Aparecida de Souza por ter me orientado nessa pesquisa, e ter me tranquilizado ao longo da construção desse texto. Apesar de toda a dificuldade que possuo a ajuda e o apoio da professora foram magníficos retirando o melhor que poderia oferecer.

## RESUMO

A política de dividendos, assim como a adoção das boas práticas de Governança Corporativa possuem um importante papel na comunicação entre as entidades e os usuários das informações contábeis, possíveis investidores. A distribuição do lucro é informação essencial para a análise do investidor quanto ao retorno do seu investimento na empresa, seja por meio de dividendos ou juros sobre o capital próprio. O objetivo principal desse estudo é verificar se existe diferença entre dividendo e juros sobre capital próprio por lucro das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa, no período de 2008 a 2012. . É um estudo descritivo e quantitativo, no qual foram realizadas as análises comparativas do dividendo e juros sobre capital próprio por lucro e o teste estatístico de igualdade de médias. A amostra é composta por 44 empresas. Os níveis 1 e 2 de Governança Corporativa foram selecionados por conveniência. O resultado evidencia um índice médio para o nível 2 superior ao nível 1, sendo que a evolução durante o período se manteve constante durante os 5 anos. Entretanto, o resultado do teste *t student* evidenciou igualdade estatística na média das amostras, ou seja, a hipótese nula de igualdade de médias não foi refutada.

**Palavras-chave:** Lucro Líquido. Dividendos. Juros sobre Capital Próprio. BM&FBOVESPA . Governança Corporativa.

## ABSTRACT

The dividend policy as well as the adoption of good Corporate Governance practices plays an important role in communication between entities and users of financial information, prospective investors. The distribution of income is essential information for the analysis of the investor and the return on their investment in the company, either through dividends or interest on capital. The main objective of this study is to verify the difference between dividends and interest on own capital profit of listed companies at levels 1 and 2 of corporate governance of BM&FBM&FBOVESPA , in period 2008 – 2012. The main objective of this study is to verify the difference between dividends and interest on own capital profit of listed companies at levels 1 and 2 corporate governance of BM & FBM&FBOVESPA , in the period 2008-2012. It is a descriptive and quantitative study in which comparative analyzes of dividends and interest on equity and earnings per statistical test for equality of means were performed. The sample consists of 44 companies. Levels 1 and 2 of Corporate Governance were selected by convenience. The result shows an average index for the upper level 2 to level 1, and the evolution during the period remained constant during the 5 years. However, the results of the Student t test showed statistically equal the average of the samples, in other words, the null hypothesis of equal means was not refuted.

**Keywords:** Net profit. Dividends. Interest on Capital. BM&FBOVESPA. Corporate Governance.



## SUMÁRIO

### Conteúdo

LISTA DE QUADROS E TABELAS .....	9
LISTA DE ABREVIACÕES .....	10
1) INTRODUÇÃO .....	11
2) REFERENCIAL TEÓRICO .....	13
2.1) Governança Corporativa .....	13
2.2) Critérios de listagem das empresas nos níveis 1 e 2 .....	15
2.3) Lucro líquido .....	17
2.4) Dividendos .....	18
2.5) Juros sobre Capital Próprio .....	20
3) PROCEDER METODOLÓGICO .....	22
4) APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	24
4.1) Comparação entre os níveis 1 e 2 .....	27
5) CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	30
ANEXO .....	33
APÊNDICE A .....	37
APÊNDICE B .....	38

## **LISTA DE QUADROS E TABELAS**

Quadro 1 – Comparação dos critérios de listagem dos níveis 1 e 2.

Tabela 1 – Porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 2 – Porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas das empresas do nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 3 – Lucro líquido auferido pelas empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 4 – Valores distribuídos aos acionistas (dividendos e JSCP) das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 5 – Lucro líquido auferido pelas empresas do nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 6 – Valores distribuídos aos acionistas (dividendos e JSCP) das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

## **LISTA DE ABREVIACÕES**

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

JSCP – Juros sobre o Capital Próprio

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

## 1. INTRODUÇÃO:

O contexto social que hoje é baseado no sistema econômico do capitalismo visa o lucro, onde na ótica de cada empresa o objetivo é a maximização de seus resultados e sobre a visão dos investidores uma aplicação é mais vantajosa caso o investimento renda o máximo possível tendo o menor custo e com isso suscite a maior distribuição de seus dividendos (COMPARATO, 2011).

Existem no mercado financeiro de capitais três grupos que viabilizam o fluxo do dinheiro, onde se encontram empresas, famílias e governos. Um primeiro grupo seria o de poupadores, que após a satisfação de suas necessidades de curto prazo aplicam suas reservas no mercado, de outro lado estão os tomadores de crédito, cuja renda não é suficiente para seus gastos de consumo imediato e de forma intermediária estão as instituições que possibilitam a criação do mercado de capitais e que trabalham mediando a transferência de recursos entre os participantes (RODRIGUES DOS SANTOS, 2004).

Poupadores seriam aqueles agentes que consomem menos do que produzem, e formam poupança disponível para a utilização de terceiros, já os tomadores são a parte inversa, os consomem mais do que conseguem produzir em determinado período, e precisam utilizar recursos dos poupadores (CVM, 2013).

A captação de recursos pelas empresas é feita mediante a negociação de suas ações com os investidores que têm o interesse em alocar seu capital em empresas de acordo com vários critérios de vantajosidade estabelecidos, e que coadunem com o perfil de cada investidor, seja por meio de menores riscos, maiores facilidades, confiabilidade ou mesmo o mais comum, melhor remuneração.

A remuneração de cada ação é feita por meio da distribuição de dividendos, que pode ser considerada como pagamento do investimento feito anteriormente, ou seja, é o retorno que o acionista tem para o capital investido.

Segundo Assaf Neto (2003, p.429), no Brasil, as políticas de dividendos não são abordadas da maneira que deveriam. As informações, mesmo reduzidas são pouco utilizadas, tanto por investidores quanto por empresas, de fato são menosprezadas. Contudo, estudos que abordam o tema distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio são desenvolvidos por estudiosos (GONZÁLEZ, 1998; HEINEBERG, 2003; MARTINS, 2004).

A política de dividendos das empresas é uma área que merece destaque no campo de estudos da sociedade atual, uma vez que o investidor busca sempre o investimento que melhor o representa. A ideia de análise dessa prática empresarial evidencia alguns fatores como a

rentabilidade do investimento, mensurando o retorno para seu investidor, que seria o resultado mais claro sobre a eficiência da empresa de um olhar amplo, sem aprofundamentos.

Apresenta também a imagem sobre a empresa que é passada para a sociedade, demonstrando se as atividades estão constantes, se a organização ainda não está consolidada ao mercado ou ainda como ela está inserida no mercado, admitindo a visão da sociedade sobre a organização, originando informações valiosas para a formação da opinião do possível investidor para sua tomada de decisão.

Diante do contexto, a questão que direciona a presente pesquisa é: existe diferença entre o dividendo e juros sobre capital próprio por lucro das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa?

O objetivo principal do estudo é verificar se existe diferença entre o dividendo e juros sobre capital próprio por lucro das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa, no período de 2008 a 2012.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança Corporativa

As políticas de governança corporativa das empresas tem sido objeto de vários estudos nacionais e internacionais e são reconhecidas como fator essencial para o acesso das empresas ao mercado de capitais (SILVEIRA, 2004; ZELENYUK e ZHEKA, 2006; SILVA, 2007). O trabalho de Berle e Means (1932), é o marco inicial em governança corporativa, teve como objetivo analisar empiricamente a composição das grandes empresas norte-americanas discutindo conflitos de interesse que estruturas de propriedade muito diversificadas poderiam acarretar para o desempenho e valor das companhias.

De uma visão mais ampla, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para a própria definição do termo “governança corporativa”, que passou gradativamente a ser visto como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

Inúmeros autores estrangeiros como Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (2000) e Jensen (2001), definiram o conceito de governança corporativa, como um conjunto de mecanismos e maneiras de controle com o intuito de proteger os investidores, provedores de recursos, garantindo direitos de decisão para a obtenção de retorno sobre seus investimentos.

No Brasil, governança corporativa foi um conceito que começou a surgir em 1994 com a necessidade de criação de um organismo destinado a colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras, em 1995 surge o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, que desde 1999 passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, com o objetivo de gerar uma melhora na qualidade da gestão das empresas (IBGC, 2007).

A definição de Governança Corporativa segundo o Instituto (IBGC, 1994) é:

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

Governança corporativa seriam todas as ações, políticas, normas e regras que afetam a empresa em sua área administrativa. Governança inclui ainda toda a questão das relações dos

funcionários da empresa, desde a alta administração como também o chamado chão de fábrica. Os principais grupos externos a entidade que possuem interesse no gerenciamento da organização são os acionistas, credores, fornecedores, o mercado comercial e toda a comunidade na qual a entidade atua.

Uma boa governança tem como resultado um crescimento na confiabilidade da empresa que passa a ser mais visada, gerando um desenvolvimento natural o que produz uma evolução da organização, seja qualitativa ou quantitativamente. Essa boa qualidade apresentada gera uma redução do risco de erros ou fraudes (CAPRON e GUILLÉN, 2009).

Em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA ) lançou níveis ou segmentos diferenciados de listagem das empresas, que possuíam critérios de classificação desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, atuando para amenizar a assimetria de informações entre os investidores e as empresas listadas. Trazendo maior transparência e como consequência uma redução no custo de captação de recursos (ALMEIDA, 2010).

De acordo com a importância da Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foram criadas as classificações, advindas das práticas adotadas para a sua atuação no mercado. Sendo elas, o novo mercado, o nível 1, nível 2 e o Bovespa mais, visto que o que os distingue é o grau de comprometimento com a regras de governança exigidas.

Orientada e discutida pela *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2005) a separação das empresas nos citados segmentos tem o intuito de alinhá-las entre si, facilitando sua comparação e análise sobre a ótica dos investidores em cada um dos níveis listados possuindo suas exigências para a entrada.

A partir da primeira listagem, em 2002, o Novo Mercado se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Esse nível é composto pelas empresas com o mais elevado padrão de governança, as companhias listadas somente podem emitir Ações Ordinárias (ON), que são as ações com direito a voto (BM&FBOVESPA, 2007).

O nível 1 segundo Wawrzeniak (2013) possui menos exigências, sendo que os requisitos são apresentar algumas informações adicionais as exigidas pela lei e garantir manter o mínimo de 25% das ações em circulação no mercado (*freefloat*). Este seria o primeiro passo para as empresas que decidem adotar padrões de governança corporativa além do que é exigido por lei, assim como a divulgação de um calendário anual de eventos corporativos. As companhias listadas no nível 1 devem adotar medidas de transparência e práticas que favoreçam o acesso às informações pelos investidores.

Ainda levando em conta Wawrzeniak (2013), no nível 2, as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tagalong* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

O segmento BM&FBOVESPA mais, idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que a sua empresa se prepare de forma adequada e ao mesmo tempo a coloca na vitrine do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores (WAWRZENIAK, 2013).

## 2.2. Critérios de listagem das empresas nos níveis 1 e 2

As empresas que estão listadas na da Bolsa de Valores Brasileira devem seguir alguns critérios para que possam ser classificados em cada um dos segmentos existentes, esses pré-requisitos são discriminados no Regulamento de Listagem elaborado pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA, 2011) (QUADRO 1).

Quadro 1 – Comparação dos critérios de listagem dos níveis 1 e 2.

	NÍVEL 1	NÍVEL 2	EXAME
A	Obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia aberta que permita negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa;	Obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia aberta que permita a negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa;	Iguais
B	Tenha solicitado o registro para negociação de seus valores mobiliários na BM&FBOVESPA;	Tenha solicitado o registro para negociação de seus valores mobiliários na BM&FBOVESPA;	Iguais
C	Tenha assinado, em conjunto com o Acionista Controlador, quando houver, o Contrato de Participação no Nível 1 de Governança Corporativa;	Tenha assinado, em conjunto com o Acionista Controlador, quando houver, o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa;	Equivalentes



D	Tenha protocolado, na BM&FBOVESPA, os Termos de Anuência dos Administradores devidamente assinados;	Tenha protocolado, na BM&FBOVESPA, os Termos de Anuência dos Administradores e os Termos de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal, se for o caso, devidamente assinados;	Semelhantes
E	Tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA;	Tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA, em especial a que se refere à Cláusula Compromissória	Semelhantes
F	Mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, inclusive, (a) após uma operação de Alienação de Controle e da subsequente realização de oferta pública de aquisição de ações conforme previsto pela legislação societária vigente, quando o Adquirente, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse percentual, dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à referida oferta pública de aquisição de ações, e (b) na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição de ações;	Percentual Mínimo de Ações em Circulação após Aumento de Capital. Na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição, a subscrição total ou parcial de tal aumento de capital pelo Acionista Controlador obrigá-lo-á a tomar as medidas necessárias para recompor o Percentual Mínimo de Ações em Circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à homologação da subscrição. Percentual Mínimo de Ações em Circulação após Alienação de Controle. Após uma operação de Alienação de Controle da Companhia e da subsequente realização de oferta pública de aquisição de ações, o Adquirente, quando necessário, deverá tomar as medidas cabíveis para recompor o Percentual Mínimo de Ações em Circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à aquisição do Poder de Controle. Mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação;	Divergentes
G	Exija que o Adquirente, em caso de Alienação de Controle da Companhia, subscreva o Termo de Anuência dos Controladores, sendo que enquanto o Adquirente não subscrever o referido termo: (i) o Acionista Controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações; e (ii) a Companhia não registrará qualquer transferência de ações para o Adquirente ou para aqueles que vierem a deter o Poder de Controle, devendo referido termo ser protocolado na BM&FBOVESPA em até 15 (quinze) dias da data da assinatura;		-
H	Não tenha Partes Beneficiárias; e	Não tenha Partes Beneficiárias; e	Iguais
I	Observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Nível 1 de Governança Corporativa.	Observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Nível 2 de Governança Corporativa.	Equivalentes

Fonte: Própria, com base no Regulamento de Listagem da BM&FBOVESPA (2011).

Os itens “A”, “B” e “H” não apresentam qualquer divergência para a classificação em cada um dos segmentos, sendo o requisito igual para a caracterização nos níveis 1 e 2. Quanto

aos itens “C” e “I” a comparação entre os níveis retorna em equivalência sendo que a variação corresponde somente em relação aplicação em seu determinado nível.

Sobre o item “G” não é encontrado qualquer previsão sobre exigências do Adquirente em caso de Alienação de Controle da Companhia quando levado conta o nível 2, diferentemente do que se pode verificar para o nível 1.

Nos itens “D” e “E” são encontradas cláusulas que podem ser consideradas semelhantes entre os níveis, possuindo apenas uma diferença onde o nível 2 contém maiores exigências, sendo que o primeiro é referente aos Termos de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal e o último sobre a Cláusula Compromissória.

Em relação ao item “F”, que é o único que pode ser considerado divergente, visto que novamente o nível 2 tende a ser mais rígido, pois apresenta requisitos que não constam para o nível 1 como a obrigatoriedade sobre o Acionista Controlador a tomar medidas necessárias para a subscrição total ou parcial com o intuito de recompor o percentual mínimo de ações em circulação no período de 6 (seis) meses subsequentes à homologação da subscrição.

### **2.3. Lucro Líquido**

A primeira definição de lucro foi elaborada por Adam Smith (1776), na obra *The Wealth of Nations*, como a quantia (montante) a ser consumida sem prejudicar o capital, incluindo tanto o capital fixo quanto o circulante.

Conforme significado para o lucro da empresa de Chang (1962, p. 639) como sendo “a quantia máxima que a firma pode distribuir como dividendos e ainda esperar estar tão bem no final do período como estava no começo.” Exemplifica a ideia da divulgação do lucro como a imagem de saúde financeira de uma empresa.

O lucro, pensando tanto contábil quanto economicamente, é um excelente indicador de sucesso e conquista das empresas. O objetivo dessa divulgação financeira, de acordo com Hendriksen e Breda (1999, p. 107), é a apresentação de informações para que os investidores tenham uma visão sobre os fluxos futuros de caixa da companhia, com o intuito de evidenciar seu retorno naquele investimento.

É dever da Ciência Contábil a tarefa de quantificar os eventos econômicos de maneira objetiva, com o intuito de reconhecer, identificar, mensurar e registrar todos os fatos importantes para uma apresentação da situação, seja de uma empresa (pessoa jurídica) ou indivíduo (pessoa física), com informações voltadas aos usuários, para que aconteçam as

transações que ocorrem entre investidores e empresas, que movimentam o mercado realizando o fluxo do dinheiro.

A partir do conceito de lucro é apresentada a noção de lucro líquido, ou eventualmente prejuízo que é apurado na demonstração do resultado do exercício, podendo ser chamado, de lucro dos acionistas, pois dele já são deduzidas as despesas como o Imposto de Renda e as participações sobre os lucros aos não acionistas de maneira que o valor encontrado será o realmente adicionado ao Patrimônio Líquido da empresa, ou ainda que será distribuído aos acionistas na forma de dividendos (IUDÍCIBUS *ET AL*, 2010).

A avaliação do lucro líquido, juntamente com uma análise em toda a contabilidade e o presente estado em que uma empresa se encontra é que possibilita a formação de política de distribuição de dividendos, assim como desencadeia uma série de decisões para a administração dessa organização quanto a reinvestimento dos lucros na própria empresa, ou ainda, criação de reservas no patrimônio líquido.

## **2.4. Dividendos**

O simples conceito foi apresentado por Gitman (1984), caracterizando os dividendos como a distribuição de lucros aos sócios ou acionistas de uma empresa, sendo estes indedutíveis para fins de imposto de renda. Segundo Brigham, Gapenski, e Ehrhardt (2001), a política de dividendos envolve a decisão de distribuição dos lucros versus a retenção deles para reinvestimento na empresa.

Segundo Sanvicente (1987), as decisões de investimento e financiamento estão alinhadas com as decisões de pagamentos de dividendos, nesse sentido, medidas objetivas passam a ser analisadas, mensurando a eficácia e eficiência do investimento, como sendo ROI (Retorno on Investment), prazo de retorno (*payback*) e adição de valor por meio do EVA (*Economic Value Added*) dentre outros.

Hanlon, Myers e Shevlin (2006), fizeram comparações entre companhias que pagaram dividendos no ano corrente com outras que não adotaram essa política e descobriram uma relação positiva nessa variação de procedimentos com uma variação de ganhos futuros, o que fortalece a ideia de vinculação entre as decisões de investimentos com a distribuição de dividendos, uma vez que ao se investir o capital espera-se um retorno.

As explicações da política de distribuição de dividendos são argumentadas por Deshmukh (2005), que as divide em três categorias de deficiências de mercado, como sendo custos de agência, custos de transação e assimetria informacional.

Custo de agência é a soma dos custos de elaboração e estruturação de contratos entre principal e agente. Fazem parte desta estrutura todas as despesas de desenvolvimento e acompanhamento das atividades dos agentes pelo principal, os gastos realizados para evidenciar seus benefícios reforçando sua não nocividade, perdas provenientes da diminuição da riqueza do agenciado por eventuais divergências entre as decisões do agente e decisões que maximizariam a riqueza (SAITO e SILVEIRA, 2008). Conforme Ang, Cole e Lin (2000), os custos de agência aumentam conforme cresce o número de acionistas não-gestores.

Segundo Pondé (1996), custos de transação são os dispêndios de recursos econômicos para planejar, executar e acompanhar as interações entre os agentes, garantindo o cumprimento dos termos contratuais seja satisfatório para as partes envolvidas e adequado com a sua funcionalidade econômica.

Assimetria informacional é quando alguns agentes econômicos possuem mais informações do que outros. As implicações dessa divergência de informações foram analisadas inicialmente por Akerlof (1970), onde sugere que ao existir assimetria tendem a ocorrer conflitos de interesse. São reconhecidos dois tipos de problemas advindos da variação de informações, seleção adversa, quando um lado do mercado não observa o tipo ou a qualidade dos bens e serviços colocados à disposição no outro; e risco moral, quando um do não consegue observar a ação do outro lado do mercado (BELO e GUIMARÃES, 2006).

Pela atual Legislação Societária (BRASIL, 1976), as companhias devem, na data do balanço, contabilizar a destinação do lucro líquido proposta pela administração, inclusive os dividendos propostos que figurarão no passivo circulante quando se referirem aos mínimos obrigatórios, ou em conta destacada dentro do patrimônio líquido nos demais casos.

Iudícibus *et al*, (2010), descreve que a figura do dividendo mínimo obrigatório, que encontra-se contemplada na Lei Societária, pretendia desenvolver e consolidar a economia do mercado de capitais, dado ao momento vivido pelo país na época de sua publicação. A Legislação Societária (BRASIL, 1976), preceitua normas para a distribuição dos dividendos, instituindo a figura do dividendo mínimo obrigatório e criando padrões para a sua distribuição, mesmo com a omissão do estatuto social das empresas.

Ainda segundo Iudícibus *et al*, (2010), A figura dos dividendos pode ser subdividida em três grupos, sendo de acordo com a ordem de recebimento, prioritário ou não prioritário, uma vez que se não houver lucro suficiente para pagamento de dividendos a todos os acionistas esta sequência de prioridades será obedecida. Em regra os detentores de ações preferenciais possuem o direito a dividendos prioritários.

Outra segregação possível é proveniente ao direito de recebimento, sendo cumulativo ou não cumulativo, seguindo a mesma ideia, o detentor do direito a dividendos cumulativos não terá prejuízos quando não forem auferidos lucros suficientes para a distribuição no exercício de competência, sendo estes acumulados para exercícios futuros, assim como aos não cumulativos o direito é exaurido ao final do exercício.

E por fim a classificação advinda da forma de apresentação dos lucros, quanto a dividendo mínimo, fixo ou obrigatório. Sendo dividendos fixos e mínimos conceituados sobre os lucros remanescentes, onde salvo quando o estatuto social determina o contrário não são possibilitados a participação para os fixos e para dividendo mínimo essa participação é permitida em igualdade de condições para ações preferenciais e ordinárias. Os dividendos obrigatórios são uma forma de evitar que estatutos omissos quanto a parcela de distribuição fixando esta em não inferior a 25% do lucro ajustado, quando dessa omissão.

O dividendo deverá ser pago no prazo de até 60 (sessenta) dias da data em que for declarado, dentro do exercício social, caso não haja deliberação em Assembleia Geral de Acionistas em contrário (Lei nº 6.404/76, art. 205, § 3º). O estatuto social ao estabelecer a base de cálculo dos dividendos é soberano, contudo, conforme o art. 201 da Lei nº 6.404/76 deve obedecer determinados preceitos, onde somente poderá pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, lucros acumulados e reserva de lucros, e reserva de capital quando do caso de ações preferenciais. Está previsto no § 1º do art. 202 da referida Lei:

“Art. 9º (...)

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

## **2.5. Juros sobre o Capital Próprio**

Os Juros sobre Capital Próprio (JSCP) são uma maneira de remunerar os acionistas/quotistas de uma sociedade e ao mesmo tempo aproveitar alguns benefícios, principalmente fiscais. Podem ser entendidos como o custo de oportunidade dos investidores sobre o capital investido na empresa (COSTA E SILVA, 2006).

Pelo conceito de lucro da legislação societária e das normas internacionais de contabilidade, a remuneração do capital próprio é configurada como distribuição de resultado e não despesa. Os juros sobre capital próprio (JSCP) são atualmente definidos no art. 9º da Lei 9.249/95 (BRASIL, 1995), nos seguintes termos:

“Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre as contas do patrimônio líquido e limitados a variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP”.

Os JSCP podem ser pagos aos sócios, sendo pessoa física, tributados de forma exclusiva e definitiva diretamente na fonte com uma alíquota de 15% e quando pessoa jurídica, podendo ser deduzido do lucro tributável (BRASIL, 1995)

Juros sobre Capital Próprio foi uma grande novidade no ponto de vista fiscal, difundida no Brasil na época, mesmo já inclusa no artigo 179 da legislação societária (BRASIL, 1976) que representou a criação de uma possibilidade de remuneração do capital dos acionistas, feita pela empresa com o pagamento de juros, dedutíveis do imposto de renda e da contribuição social. (DOS SANTOS, 2007). Segundo pesquisa de Martins (2004, p.6), o JSCP surgiu logo após a extinção da correção monetária das demonstrações contábeis, não se trata de um privilégio ou regalia por parte do governo para o alinhamento dessa prerrogativa, apenas de uma compensação criada para suprir a falta da correção monetária sobre o patrimônio líquido.

Segundo Martins (2001, p. 234) os juros sobre capital próprio podem:

“[...] funcionar como um substituto das técnicas de correção monetária das demonstrações contábeis [...] Foi implementado um jogo político, para reconhecer, mesmo que parcialmente, os efeitos da inflação existente. Seu resultado foi a promulgação da Lei nº 9.249/1995, que estabeleceu a adoção de juros sobre capital para as empresas brasileiras”.

Dois outros preceitos devem ser seguidos para o cálculo dos Juros sobre o Capital Próprio são, o condicionamento do pagamento à existência de lucros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros em montante superior a duas vezes o valor a ser pago em forma de JSCP, e o montante máximo passível de dedução como despesa operacional é limitado ao menor valor entre: a) O obtido pela aplicação da TJLP, *pro rata* dia sobre o PL e o maior; e b) O maior valor entre 50% do lucro do exercício antes de sua contabilização ou 50% do saldo do somatório dos lucros acumulados e das reservas de lucros (IUDÍCIBUS, 2010).

Outro ponto importante ainda segundo Iudícibus *et al* (2010), que merece destaque sobre o pagamento de Juros sobre Capital Próprio é a sua compensação sobre o valor dos dividendos obrigatórios, permitindo a imputação dos valores pagos a título de remuneração do

capital próprio ao valor dos dividendos tratado no art. 202 da Lei nº 6.404/76, sem qualquer prejuízo ao disposto no § 2º. Para o efeito de detubilidade no lucro real, mesmo que compensados sobre os dividendos, os juros deverão ser registrados em contrapartida de despesa financeira.

### 3. PROCEDER METODOLÓGICO

A pesquisa é classificada como descritiva, que se configura como intermediária entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, nem tão preliminar nem tão aprofundada, segundo Gil (1999). Esse tipo de pesquisa tem o objetivo de descrever as características de determinado estabelecimento de relações entre as variáveis. A pesquisa ainda pode ser classificada como bibliográfica, pois teve como base livros e artigos científicos.

A amostra foi selecionada a partir de empresas listadas na BM&FBOVESPA classificadas nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. Os dados foram coletados nas demonstrações contábeis consolidadas constantes no banco de dados Economatica, no período de 2008 a 2012. Contudo, quatro empresas, 3 (três) do nível 1 e 1 (uma) do nível 2, não apresentavam suas demonstrações contábeis consolidadas, e ainda outras cinco empresas, 1 (uma) do nível 1 e 4 (quatro) do nível 2 não se encontravam contempladas com todos os dados necessários, diante disso, foram excluídas do estudo. Sendo assim, 44 (quarenta e quatro) empresas foram pesquisadas.

A seleção da amostra foi realizada de maneira não probabilística, uma vez que dentro da população de empresas de capital aberto, que negociam suas ações no mercado de capitais brasileiro, as corporações que fazem parte dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA foram escolhidas para esta pesquisa de acordo com a conveniência.

Para cada uma das empresas selecionadas foi calculado um valor índice da relação entre a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio dividido pelo lucro líquido do seu respectivo ano, sendo o cálculo realizado a partir da fórmula  $(\text{dividendos} + \text{JSCP}) / \text{lucro líquido}$ .

A parte dos cálculos estatísticos do estudo foi realizada com uso do programa SPSS. Foram feitas quatro análises distintas. A primeira mostra a evolução da média do índice de um ano para outro, durante os cinco anos. A segunda é a análise do desvio padrão em relação à média para cada ano. Já na terceira, tem-se a análise do teste F de variância e o teste T, para verificação de igualdade de média entre os níveis 1 e 2 de governança corporativa.

Para verificação de igualdade de médias, primeiro foi testado a igualdade de variâncias com as seguintes hipóteses:

H0: Não há diferenças significativas entre as variâncias dos índices das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA .

H1: Há diferenças significativas entre as variâncias dos índices das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA .



A hipótese nula ( $H_0$ ) de igualdade de variâncias será rejeitada, se o nível de significância dos resultados for menor que 0,05 ( $\alpha < 0,05$ ) (BRUNI,2009).

Para verificação de igualdade de médias foram testadas as seguintes hipóteses:

$H_0$ : Não há diferenças significativas entre as médias dos índices das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA .

$H_1$ : Há diferenças significativas entre as médias dos índices das empresas dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA .

A hipótese nula ( $H_0$ ) de igualdade de médias será refutada, se o nível de significância dos resultados for menor que 0,05 ( $\alpha < 0,05$ ) (BRUNI,2009).

#### 4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A tabela 1 apresenta a porcentagem do lucro distribuído aos acionistas das empresas do nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2012.

Tabela 1 - Porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

EMPRESA	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA
ALPARGATAS S.A.	30,50%	21,88%	20,84%	33,23%	29,98%	27,29%
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	41,46%	42,05%	35,51%	31,22%	35,20%	37,09%
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	39,45%	53,74%	57,36%	37,58%	314,30%	100,49%
BCO BRADESCO S.A.	38,10%	38,10%	29,33%	32,56%	34,01%	34,42%
BRADESPAR S.A.	33,98%	41,12%	17,84%	26,64%	124,76%	48,87%
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	9,05%	158,27%	58,71%	61,41%	41,90%	65,87%
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	45,83%	50,34%	81,00%	84,27%	40,91%	60,47%
CIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	24,94%	40,29%	20,13%	34,65%	32,07%	30,41%
CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. – ELETROBRAS	28,01%	664,23%	139,84%	108,85%	-73,16%	173,55%
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,14%	0,63%
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA	16,23%	95,18%	6,69%	33,24%	27,05%	35,68%
FRAS-LE S.A.	48,49%	21,94%	37,58%	34,35%	40,85%	36,64%
GERDAU S.A.	41,87%	29,30%	47,54%	27,46%	36,69%	36,57%
METALÚRGICA GERDAU S.A.	92,45%	92,14%	100,19%	71,41%	107,56%	92,75%
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	4,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,83%
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	105,34%	102,81%	40,30%	42,01%	34,83%	65,06%
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	37,29%	37,57%	40,04%	37,96%	44,20%	39,41%
KLABIN S.A.	-67,98%	36,98%	32,14%	113,29%	36,57%	30,20%
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	448,04%	3,15%	55,15%	-43,74%	0,00%	92,52%
OI S.A.	66,48%	-24,05%	0,07%	45,96%	134,77%	44,65%
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	19,23%	18,45%	20,96%	25,54%	17,73%	20,38%
BCO PANAMERICANO S.A.	21,45%	35,96%	0,00%	0,00%	0,00%	11,48%
PARANA BCO S.A.	49,20%	45,94%	34,24%	20,33%	30,68%	36,08%
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	23,14%	54,72%	17,41%	32,03%	197,54%	64,97%
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	-14,32%	4,03%	32,38%	516,08%	-45,71%	98,49%
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	86,30%	77,47%	246,15%	100,00%	62,89%	114,56%
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	35,71%	56,60%	37,89%	159,56%	-14,71%	55,01%
VALE S.A.	27,38%	52,50%	17,75%	40,00%	120,06%	51,54%
<b>TOTAL</b>	<b>47,56%</b>	<b>66,10%</b>	<b>43,82%</b>	<b>60,92%</b>	<b>50,50%</b>	<b>53,78%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Para o ano de 2008, o índice médio calculado resultou em 47,56%, valores abaixo da média calculada para todo o período analisado, esse fato deve-se as empresas Klabin S.A. e

Suzano Papel e Celulose S.A. que apresentaram valor negativo, o que causou em redução no valor médio anual.

No ano de 2009, em relação a 2008 houve um crescimento de 18,54%, que pode ser relacionado a elevação do índice para as empresas de valores negativos e próximos de zero e também a empresa CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. – ELETROBRAS que para este ano apresentou o maior índice encontrado no período de 2008 a 2012, assim como a maior diferença entre dois anos, com variação de 636,22%.

Em relação a 2010 observa-se uma queda no índice médio alcançando 43,82%, o menor valor encontrado durante a análise, valor próximo ao ano de 2008, visto que de uma maneira geral os índices de cada empresa neste ano reduziram consideravelmente, excetuando as empresas MANGELS INDUSTRIAL S.A, SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. e CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA onde ainda se obteve crescimento.

Em 2011, houve um novo crescimento atingindo o pico de 60,92%, o maior valor encontrado na amostra, mesmo com uma grande queda da empresa MANGELS INDUSTRIAL S.A de 98,89% o valor médio foi elevado devido ao aumento generalizado no índice das empresas, onde após a empresa CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. – ELETROBRAS a companhia SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. apresentou o segundo maior crescimento entre dois anos, variação essa de 483,70%, alcançando o valor de 516,08% marcado como maior valor do ano de 2011.

O resultado encontrado no ano de 2012 não apresentou mudança significativa em relação a 2011, mantendo seu valor próximo ao índice anterior, com uma queda de apenas 10,42% e percentual semelhante a média calculada para o período 2008 a 2012 de todo o nível 1 analisado de 53,78%.

Algumas outras empresas ainda merecem destaque, como as empresas BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A., CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. – ELETROBRAS e CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA que possuem a média dos seus índices anuais superiores a 100,00% e detêm as maiores médias.

Os resultados encontrados levam em consideração os valores dos dividendos e juros sobre capital próprio distribuídos aos acionistas e lucro auferido constantes nas tabelas 3 e 4 do anexo 1.

A tabela 2 apresenta a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas das empresas do nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

Tabela 2 - Porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas das empresas do nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

<b>EMPRESA</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>MEDIA</b>
<b>BCO ABC BRASIL S.A.</b>	45,04%	45,36%	35,81%	34,19%	36,06%	39,29%
<b>ALUPAR INVESTIMENTOS S/A</b>	214,29%	138,96%	69,89%	147,76%	129,52%	140,08%
<b>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</b>	35,33%	28,50%	14,90%	18,04%	-29,80%	13,39%
<b>CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	13,97%	35,29%	82,03%	453,07%	232,58%	163,39%
<b>BCO DAYCOVAL S.A.</b>	46,67%	44,80%	67,53%	31,39%	35,57%	45,19%
<b>FORJAS TAURUS S.A.</b>	23,19%	34,73%	31,38%	42,32%	50,42%	36,41%
<b>GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.</b>	-2,93%	0,00%	86,76%	-6,77%	-22,12%	10,99%
<b>MARCOPOLO S.A.</b>	44,49%	57,80%	24,64%	43,53%	55,71%	45,23%
<b>MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A.</b>	0,00%	0,00%	27,88%	39,54%	39,19%	21,32%
<b>NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>BCO PINE S.A.</b>	45,79%	89,56%	22,65%	34,21%	52,49%	48,94%
<b>BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.</b>	95,07%	85,64%	37,04%	50,68%	45,80%	62,84%
<b>SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	21,62%	43,45%	47,14%	66,14%	73,09%	50,29%
<b>BCO SOFISA S.A.</b>	49,51%	415,01%	75,72%	104,20%	53,98%	139,69%
<b>SUL AMÉRICA S.A.</b>	51,53%	27,64%	31,77%	74,51%	40,30%	45,15%
<b>TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.</b>	79,85%	108,41%	24,81%	154,96%	99,89%	93,58%
<b>TOTAL</b>	<b>47,71%</b>	<b>72,20%</b>	<b>42,50%</b>	<b>80,49%</b>	<b>55,79%</b>	<b>59,74%</b>

Fonte: Elaboração própria.

O total médio calculado para o ano de 2008 resultou em 47,71%, um valor abaixo da média do nível 2 para o período analisado, resultado esse, devido aos baixos índices encontrados para a maioria das empresas, variando de 30% a 50%.

No ano de 2009 em relação a 2008 houve um grande crescimento de 24,49% no índice médio, que pode ser relacionado à elevação dos índices para as empresas, como destaque o BCO SOFISA S.A. que atingiu 415,01%.

Em relação a 2010 observa-se uma intensa retração no índice médio alcançando seu valor mais baixo, com 42,50%, valor próximo ao ano de 2008, isto foi observado, uma vez que todos os valores foram reduzidos não contendo nem uma empresa com seu índice superior a 100.

Em 2011, houve novamente crescimento onde se atingiu 80,49%, que mesmo com o valor -6,77% da empresa GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A., conseguiu a maior elevação de um ano para o outro, com aumento de 37,99% em seu índice. As empresas ALUPAR INVESTIMENTOS S/A, CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A., TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A. foram as que mais se destacaram neste ano.

O maior encontrado no ano de 2012 apresentou nova redução, no entanto manteve seu índice próximo a média calculada para o período analisado, mesmo com índices negativos apresentados pelas empresas CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A., GOL

LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. bons índices foram registrados, com valores variando entre 35% e 70%.

O valor médio do período analisado para o nível 2 está no mesmo nível dos resultados encontrados neste último ano, seguindo os mesmos parâmetros, caso não ocorra nenhuma alteração e os valores futuros se mantenham constantes a média de todo o nível 2 tende a não ser alterada.

Algumas outras empresas ainda merecem destaque, apenas a NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A. que para todo o período resultou em média de índice com 0% e em contraponto para as companhias CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A., BCO SOFISA S.A. e TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A o índice calculado está próximo de 150% inclusive mantendo seus valores no período de 05 (cinco) anos verificados superiores a 50%.

Os resultados apresentados são devidos aos valores obtidos dos dividendos e juros sobre capital próprio distribuídos aos acionistas e lucro auferido constantes nas tabelas 5 e 6 do anexo 1.

#### **4.1. Comparação entre os níveis 1 e 2**

A análise da comparabilidade entre os níveis 1 e 2 de governança corporativa evidencia que o valor médio do índice de dividendos e JSCP em relação ao lucro de todo o período estudado para o nível 2 é superior, com 66,80%, mantendo 13,80% a mais que os 53,00% encontrados para o nível 1.

Na comparação ano a ano entre os níveis é possível se afirmar que em quase todos os anos, excetuando-se em 2009, o índice médio do nível 2 é maior. Considerando os anos de 2008 e 2010, os valores estão bastante próximos, com uma leve inferioridade do nível 1, porém, nos dois últimos anos o índice calculado para o nível 2 supera o crescimento apresentado no nível 1 com uma faixa de 20% maior em cada ano.

Após este exame entre os dois níveis, é verificado que o nível 2 apresenta uma maior distribuição de dividendos em comparação ao nível 1, de maneira que na amostra selecionada os valores encontrados na relação de Dividendo/Lucro líquido são superiores, isso se deve ao fato do nível 1 para muitas empresas ter resultado em prejuízo, o que acarretou em não distribuição de dividendos para a estes anos, incidência esta que foi também observada, porém em menor número.

No ano de 2008, o resultado do teste t estatístico para a igualdade das médias, assumindo variâncias iguais, foi de -0,006, e um nível de significância bicaudal, igual a 0,995. Como o nível de significância dos resultados é maior que 0,05, aceita-se a hipótese nula de igualdade de médias.

Em 2009, o teste t estatístico assumindo variâncias iguais resultou em -0,169 e nível de significância bicaudal de 0,867. A hipótese nula de igualdade de médias é aceita, uma vez que a significância resultou maior que 0,05.

Para o ano de 2010, o valor encontrado no teste t foi 0,098 e sua significância bicaudal de 0,923. Com o nível de significância dos resultados encontrados maior que 0,05, se aceita a hipótese nula de igualdade das médias.

No tocante ao ano de 2011 a hipótese nula também é aceita, uma vez que seus valores de significância resultaram maiores que 0,05, com teste t estatístico assumindo variâncias iguais de valor 0,561 e nível de significância bicaudal de 0,545.

No resultado encontrado para o ano de 2012 não se alterou em relação aos outros anos analisados, aceitando também a hipótese nula de igualdade de médias, com resultados do teste t para a igualdade de médias e nível de significância bicaudal de 0,485 e 0,813, respectivamente.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal do estudo é verificar se existe diferença entre o dividendo e juros sobre capital próprio por lucro das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa, no período de 2008 a 2012.

O resultado do teste estatístico de igualdade de média evidenciou, em todos os anos pesquisados que a hipótese nula não foi rejeitada, ou seja, estatisticamente, a média de distribuição de lucros (dividendos e JSCP) do nível 1 não difere da média do nível 2, para todos os anos.

Observou-se que não há diferença na média de distribuição dos lucros entre os níveis 1 e 2, o que corrobora com o resultado do teste estatístico de igualdade de médias, visto que a variação anual ocorrida no nível 1 se manteve constante também para o nível 2, sendo que houve apenas uma pequena variação nos anos de 2008 e 2010, onde as médias encontradas para os dois níveis quase é igualada, com diferença de 0,15% e -1,32% respectivamente, onde o último representa o único ano em que o nível 1 apresentou vantagem comparativa.

É possível verificar por meio do estudo também, que o nível 1 apresentou mais índices negativos, assim como com valores mais significantes, o que pôde ser atribuído a consequente desvantagem deste nível sobre o nível 2.

Os valores dos índices quando negativos são advindos de momentos em que as empresas não auferiram lucro no período e sim prejuízos e mesmo assim distribuíram dividendos a seus acionistas, por meio de suas reservas, em contraponto a esta análise, quando os valores ultrapassam o limite de 100% é levada a conclusão de que foram distribuídos valores além do limite dos lucros, havendo a distribuição de Juros sobre Capital Próprio.

Pode-se presumir que a diferença encontrada, evidenciando uma maior distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio para o nível 2, é devida a maior exigência e rigidez requeridas para a listagem das empresas neste segmento, visto que quanto melhores são as práticas de governança adotadas, mais transparência e confiabilidade as companhias demonstram, o que acaba por resultar em retorno mais elevado, conferido por meio dessa distribuição superior.

Sugere-se o desenvolvimento de pesquisas, que abordam o tema com o período ampliado, aplicado nos segmentos BM&FBOVESPA Mais, Novo Mercado e Mercado Tradicional da BM&FBOVESPA com o intuito de se verificar a manutenção do resultado encontrado ou se ocorre alteração.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, G. **The Market for Lemons**. Quarterly Journal of Economics. 84(3), agosto, , pp. 488-500.

ALMEIDA, Moisés Araújo. **Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa**. 2010. 18 f. Dissertação (Doutorado em Administração) Universidade Federal de Pernambuco - UFPE. Pernambuco, 2010.

ANG, J.S; COLE, R.A; LIN, J.W. Agency Costs and Ownership Structure. **The Journal of Finance**, vol.55, n.1, p.81-106, february.2000.

ASSAF NETO, A. (2001). **Estrutura e análise de balanços**. 6. Ed. São Paulo: Atlas.

ASSAF NETO, A. (2010). **Finanças corporativas e valor**. 5. Ed. São Paulo: Atlas.

BELO, N. M.; BRASIL, H. G. **Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte do Mercado**. ERA, VOL. 46. Edição Especial Minas Gerais, 2006.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade**. Teoria e Prática. 2ª ed. São Paulo. Atlas, 2004.

Blog Bússola do Investidor. Disponível em: <<http://blog.bussoladoinvestidor.com.br>> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

BRASIL. **Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Dispõe sobre o Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm)> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

BRASIL. **Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996**. Dispõe sobre o Ajuste Tributário. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19430.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19430.htm)> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em 17 de novembro de 2013.

CHANG, Emily Chen. **Business income in accounting and economics**. The Accounting Review, Oct, 1962.

Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso: 17 de novembro de 2013.

Contabilidade Financeira. Disponível em: <<http://www.contabilidade-financeira.com>> Acesso em: 17 de novembro de 2013.



COSTA, P. S.; SILVA, E. O. **Estudo empírico sobre a adoção dos juros sobre os capitais próprios nas empresas brasileiras no setor de energia elétrica.** In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6. São Paulo, 2006.

DESHMUKH, S. The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v. 44, n. 1/2, p.107, 2005.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da Administração Financeira.** 3ª edição. Tradução: Francisco José dos Santos Braga e Jacob Ancelevicz. São Paulo: Harbra, 1984.

HANLON, M.; MYERS, J.; SHEVLIN, T. The information content of dividends: Do dividends provide about future earnings? Harvard Business School – Working paper, 2001.

HENDRIKSEN, Eldon S. *Accounting theory.* Homewood: Richard D. Irwin, 1971.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

IUDÍCIBUS, Sérgio et al. *Manual de Contabilidade Societária.* Ed. Atlas. São Paulo, 2010

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

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms.** 1. ed. Harvard University Press, 2001. 320p.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. **Investor protection and corporate governance.** *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

MARQUES CORSO, Renato; KASSAI, José Roberto; SAMPAIO LIMA, Gerlando Augusto Franco. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio *Versus* Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v.6, n. 2, art. 3, p. 154-169, abr./jun. 2012.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação das empresas: da mensuração contábil a econômica.** São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu. **Um pouco da história dos Juros sobre Capital Próprio.** Temática Contábil e Balanços – IOB, Bol. 49/2004.

Organisation for Economic Co-Operation and Development. 2005. *Corporate governance of non-listed companies in emerging markets.* Paris: Author.

PONDÉ, J.L. Coordenação, *Custos de Transação e Inovações Institucionais*

Portal do Investidor. Introdução – O Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br> Acesso em: 17 de novembro de 2013.

RODRIGUES DOS SANTOS, José Augusto. **Mercado de Capitais: racionalidade versus emoção**. 2004. 8 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica – PUC-SP, São Paulo. 2004.

SAITO, Richard; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade**. RAE-CLÁSSICOS, VOL. 48 • Nº2. ABR./JUN. 2008.

SANVICENTE, A. Z. **Administração Financeira**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1987.

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

SILVA, A. L. C. da.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa: evidências empíricas na Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. p. 130-148.

SILVEIRA, A. Di M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

ZELENYUK, V., ZHEKA, V. **Corporate governance and firm's efficiency: the case of a transitional country**, Ukraine. J. Prod. Anal., v. 25, p. 143-157, 2006.

## ANEXO 1

Tabela 3 - Lucro líquido auferido pelas empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&amp;FBOVESPA - 2008 a 2012.

EMPRESA	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA
ALPARGATAS S.A.	173.181	134.755	306.341	307.420	279.983	<b>240.336</b>
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	590.873	541.096	760.031	934.021	833.587	<b>731.922</b>
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	320.531	318.204	278.922	333.971	40.089	<b>258.343</b>
BCO BRADESCO S.A.	7.620.238	8.012.282	9.939.575	10.958.054	11.291.570	<b>9.564.344</b>
BRADESPAR S.A.	1.126.271	952.732	1.759.806	2.023.552	476.737	<b>1.267.820</b>
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	24.015	2.751	14.356	12.780	13.043	<b>13.389</b>
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	1.887.035	1.861.403	2.257.976	2.415.450	4.271.685	<b>2.538.710</b>
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	1.078.744	1.026.433	987.807	1.157.690	700.688	<b>990.272</b>
CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. - ELETROBRAS	6.136.497	170.526	2.247.913	3.732.565	-6.878.915	<b>1.081.717</b>
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	59.330	215.757	119.997	88.176	88.379	<b>114.328</b>
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	336.008	35.636	133.729	90.616	85.326	<b>136.263</b>
FRAS-LE S.A.	25.522	43.896	48.357	48.036	24.739	<b>38.110</b>
GERDAU S.A.	3.940.505	1.121.966	2.142.488	2.005.727	1.425.633	<b>2.127.264</b>
METALÚRGICA GERDAU S.A.	1.814.337	373.833	895.684	760.522	456.731	<b>860.221</b>
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	77.873	52.130	44.179	-5.993	-76.148	<b>18.408</b>
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	2.699.680	3.930.204	4.417.000	4.837.000	4.539.000	<b>4.084.577</b>
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	7.803.483	10.066.608	11.708.000	13.837.000	12.634.000	<b>11.209.818</b>
KLABIN S.A.	-348.646	332.907	559.776	182.721	751.965	<b>295.745</b>
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	1.992	16.745	7.683	-11.645	-53.224	<b>-7.690</b>
OI S.A.	1.029.816	-1.142.689	1.971.023	1.005.731	1.784.890	<b>929.754</b>
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	260.427	591.580	722.422	718.219	1.051.181	<b>668.766</b>
BCO PANAMERICANO S.A.	95.575	174.021	-187.297	231.065	-364.592	<b>-10.246</b>
PARANA BCO S.A.	84.127	104.301	117.423	359.474	196.692	<b>172.403</b>
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	231.111	138.950	249.493	269.149	42.562	<b>186.253</b>
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	-451.308	877.932	768.997	29.891	-182.126	<b>208.677</b>
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	827.065	828.019	305.376	915.260	843.488	<b>743.842</b>
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	3.224.433	1.236.102	1.571.840	233.077	-639.574	<b>1.125.176</b>
VALE S.A.	21.279.629	10.248.950	30.070.051	37.813.723	9.733.696	<b>21.829.210</b>

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados extraídos das demonstrações contábeis das corporações.

Tabela 4 - Valores distribuídos aos acionistas (dividendos e JSCP) das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

EMPRESA	2008	2009	2010	2011	2012	MEDIA
ALPARGATAS S.A.	52.828	29.485	63.836	102.159	83.939	<b>66.449</b>
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	244.993	227.531	269.858	291.643	293.387	<b>265.482</b>
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	126.440	171.000	160.000	125.500	126.000	<b>141.788</b>
BCO BRADESCO S.A.	2.903.283	3.052.306	2.914.982	3.568.337	3.839.835	<b>3.255.749</b>
BRADESPAR S.A.	382.651	391.729	313.869	539.087	594.782	<b>444.424</b>
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	2.174	4.354	8.428	7.848	5.465	<b>5.654</b>
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	864.846	937.042	1.828.882	2.035.620	1.747.584	<b>1.482.795</b>
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	269.030	413.516	198.801	401.105	224.705	<b>301.431</b>
CENTRAIS ELÉTRICAS S.A. - ELETROBRAS	1.718.778	1.132.677	3.143.565	4.062.839	5.032.645	<b>3.018.101</b>
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	0	0	0	0	2.771	<b>554</b>
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	54.537	33.920	8.941	30.121	23.078	<b>30.119</b>
FRAS-LE S.A.	12.376	9.630	18.172	16.499	10.107	<b>13.357</b>
GERDAU S.A.	1.649.936	328.691	1.018.488	550.706	523.076	<b>814.179</b>
METALÚRGICA GERDAU S.A.	1.677.393	344.451	897.397	543.083	491.276	<b>790.720</b>
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	3.232	0	0	0	0	<b>646</b>
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	2.843.880	4.040.555	1.780.000	2.032.000	1.581.000	<b>2.455.487</b>
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	2.910.040	3.782.407	4.688.000	5.252.000	5.584.000	<b>4.443.289</b>
KLABIN S.A.	236.997	123.121	179.915	207.003	275.003	<b>204.408</b>
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	8.925	527	4.237	5.093	0	<b>3.756</b>
OI S.A.	684.610	274.764	1.345	462.223	2.405.419	<b>765.672</b>
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	50.084	109.157	151.412	183.468	186.394	<b>136.103</b>
BCO PANAMERICANO S.A.	20.500	62.574	0	0	0	<b>16.615</b>
PARANA BCO S.A.	41.389	47.915	40.200	73.089	60.353	<b>52.589</b>
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	53.469	76.039	43.435	86.204	84.075	<b>68.644</b>
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	64.619	35.347	249.022	154.261	83.242	<b>117.298</b>
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	713.722	641.455	751.675	915.216	530.507	<b>710.515</b>
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	1.151.422	699.662	595.558	371.896	94.099	<b>582.527</b>
VALE S.A.	5.827.277	5.381.155	5.337.898	15.125.323	11.686.356	<b>8.671.602</b>

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados extraídos das demonstrações contábeis das corporações.

Tabela 5 - Lucro líquido auferido pelas empresas do nível 2 de Governança Corporativa da BM&amp;FBOVESPA - 2008 a 2012.

<b>EMPRESA</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>MEDIA</b>
<b>BCO ABC BRASIL S.A.</b>	150.088	151.154	202.757	235.599	240.919	<b>196.103</b>
<b>ALUPAR INVESTIMENTOS S/A</b>	79.039	122.530	201.143	190.527	220.408	<b>162.729</b>
<b>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</b>	258.444	127.283	273.516	323.887	-258.366	<b>144.953</b>
<b>CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	92.409	139.916	108.498	20.920	44.527	<b>81.254</b>
<b>BCO DAYCOVAL S.A.</b>	200.150	211.088	249.133	293.960	361.317	<b>263.130</b>
<b>FORJAS TAURUS S.A.</b>	55.075	50.785	70.276	37.315	41.910	<b>51.072</b>
<b>GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.</b>	-1.237.114	858.466	214.197	-751.538	-1.512.915	<b>-485.781</b>
<b>MARCOPOLO S.A.</b>	134.446	136.543	296.538	343.144	300.029	<b>242.140</b>
<b>MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A.</b>	77.397	171.448	218.383	298.176	388.055	<b>230.692</b>
<b>NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.</b>	-95.006	735.948	307.151	373.173	393.702	<b>342.994</b>
<b>BCO PINE S.A.</b>	132.987	85.086	162.073	184.191	194.546	<b>151.777</b>
<b>BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.</b>	1.580.613	1.805.899	7.382.093	7.747.925	5.448.660	<b>4.793.038</b>
<b>SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	47.139	41.421	112.036	246.562	270.212	<b>143.474</b>
<b>BCO SOFISA S.A.</b>	92.201	10.586	80.095	37.368	22.230	<b>48.496</b>
<b>SUL AMÉRICA S.A.</b>	415.941	419.093	614.021	445.682	483.248	<b>475.597</b>
<b>TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.</b>	187.545	287.795	428.630	495.399	589.182	<b>397.710</b>

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados extraídos das demonstrações contábeis das corporações.

Tabela 6 - Valores distribuídos aos acionistas (dividendos e JSCP) das empresas do nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA - 2008 a 2012.

<b>EMPRESA</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>MEDIA</b>
<b>BCO ABC BRASIL S.A.</b>	67.594	68.571	72.603	80.555	86.872	<b>75.239</b>
<b>ALUPAR INVESTIMENTOS S/A</b>	169.376	170.267	140.580	281.522	285.468	<b>209.443</b>
<b>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</b>	91.298	36.275	40.748	58.432	76.997	<b>60.750</b>
<b>CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	12.908	49.380	89.000	94.783	103.559	<b>69.926</b>
<b>BCO DAYCOVAL S.A.</b>	93.416	94.566	168.230	92.268	128.504	<b>115.397</b>
<b>FORJAS TAURUS S.A.</b>	12.773	17.639	22.056	15.791	21.130	<b>17.878</b>
<b>GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.</b>	36.258	0	185.839	50.866	334.698	<b>121.532</b>
<b>MARCOPOLO S.A.</b>	59.810	78.919	73.069	149.376	167.137	<b>105.662</b>
<b>MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A.</b>	0	0	60.889	117.897	152.075	<b>66.172</b>
<b>NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.</b>	0	0	0	0	0	<b>0</b>
<b>BCO PINE S.A.</b>	60.898	76.204	36.703	63.009	102.108	<b>67.784</b>
<b>BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.</b>	1.502.647	1.546.535	2.734.666	3.926.417	2.495.328	<b>2.441.119</b>
<b>SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.</b>	10.193	17.998	52.811	163.065	197.493	<b>88.312</b>
<b>BCO SOFISA S.A.</b>	45.653	43.933	60.650	38.938	12.000	<b>40.235</b>
<b>SUL AMÉRICA S.A.</b>	214.319	115.824	195.061	332.063	194.740	<b>210.401</b>
<b>TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.</b>	149.763	312.000	106.330	767.662	588.534	<b>384.858</b>

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados extraídos das demonstrações contábeis das corporações.

**APÊNDICE A**

## Média e desvio padrão

	Governança	N	Média	Desvio padrão
Ano_2008	1	28	47,5632	85,14057
	2	16	47,7138	52,12511
Ano_2009	1	28	66,0968	122,91246
	2	16	72,1969	99,52353
Ano_2010	1	28	43,8229	50,45004
	2	16	42,4969	26,00567
Ano_2011	1	28	60,9246	97,93148
	2	16	80,4856	109,47406
Ano_2012	1	28	50,5039	75,76322
	2	16	55,7925	61,58977

## APÊNDICE B

## Teste de médias

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Ano_2008	,188	,667	Equal variances assumed	42	,995	-,15054	23,51562	-47,60697	47,30590
Equal variances not assumed			41,724	,994	-,15054	20,70517	-41,94345	41,64238	
Ano_2009	,009	,926	Equal variances assumed	42	,867	-6,10009	36,07329	-78,89894	66,69876
Equal variances not assumed			36,949	,859	-6,10009	34,03837	-75,07162	62,87144	
Ano_2010	,843	,364	Equal variances assumed	42	,923	1,32598	13,58016	-26,07989	28,73185
Equal variances not assumed			41,713	,909	1,32598	11,53987	-21,96717	24,61913	
Ano_2011	,344	,561	Equal variances assumed	42	,545	-19,56098	32,02974	-84,19962	45,07766
Equal variances not assumed			28,540	,558	-19,56098	33,03871	-87,18011	48,05814	
Ano_2012	,497	,485	Equal variances assumed	42	,813	-5,28857	22,25917	-50,20939	39,63225
Equal variances not assumed			36,849	,803	-5,28857	21,02578	-47,89673	37,31959	