



Septiembre 2019 - ISSN: 1988-783

## **PERSISTÊNCIA DOS DIVIDENDOS, PODER DOS ACIONISTAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO INFLUENCIADORES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS DO SETOR DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO**

**Yuri Romeiro Guedes<sup>1</sup>**

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Francisco Ivander Amado Borges Alves<sup>2</sup>**

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Jackeline Lucas Souza<sup>3</sup>**

Universidade Federal do Ceará (UFC)

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Yuri Romeiro Guedes, Francisco Ivander Amado Borges Alves y Jackeline Lucas Souza (2019): "Persistência dos dividendos, poder dos acionistas e governança corporativa como influenciadores da política de dividendos em empresas do setor de tecnologia da informação", Revista Contribuciones a las Ciencias Sociales, (septiembre 2019). En línea:

<https://www.eumed.net/rev/cccsc/2019/09/dividendos-acionistas-governanza.html>

<http://hdl.handle.net/20.500.11763/cccsc1909dividendos-acionistas-governanza>

### **RESUMO:**

Por Tecnologia da Informação (TI) entende-se como a área que se dedica ao estudo do conjunto composto por soluções obtidas e atividades executadas através de recursos computacionais cujo objetivo é obter, armazenar, acessar, gerenciar e utilizar as informações resultantes. Trata-se de um setor que ganha destaque por conta de suas particularidades, como o alto retorno anual frente ao capital investido e volume de ativos, além de haver destaque para seu elevado volume de intangíveis (principalmente propriedade intelectual). Por isso da inquietação dos pesquisadores desse artigo ao se debruçarem sobre política de dividendos para esse setor. Política de dividendos seria o conjunto de decisões nas organizações que buscam um ponto de equilíbrio entre a quantidade de lucros a serem retidos nas diversas reservas e compensando prejuízos anteriores frente à quantidade de lucros a serem distribuídos aos acionistas da organização. Além desse aspecto remuneratório, os dividendos podem sinalizar informações, podem ser influenciados pelo poder dos acionistas ou pelas práticas de governança corporativa das empresas. Dessa forma, esse estudo tem por objetivo:

<sup>1</sup> Bacharelado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (UFC).

E-mail: [yuriromeiro@gmail.com](mailto:yuriromeiro@gmail.com)

<sup>2</sup> Bacharel em Ciências Contábeis (2018) pela Universidade Federal do Ceará (UFC), com distinção por excelência acadêmica (Magna Cum Laude, Janeiro/2019). <https://orcid.org/0000-0001-7633-2966>.

<http://lattes.cnpq.br/1624862152638606>. Email: [ivandborges@gmail.com](mailto:ivandborges@gmail.com)

<sup>3</sup> Doutora em Engenharia Civil - Recursos Hídricos pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professora do Departamento de Contabilidade (DC) da Universidade Federal do Ceará.

<http://lattes.cnpq.br/7976879576387623>. E-mail: [jackeline.souza@hotmail.com](mailto:jackeline.souza@hotmail.com)

identificar se fatores como persistência dos dividendos, poder dos acionistas e governança corporativa podem influenciar a distribuição de dividendos das empresas atuantes no setor de TI no período de 2010 a 2017. Trata-se de uma pesquisa exploratório-descritiva, quantitativa e documental, utilizando de dados secundários extraídos dos FR e DFP de sete empresas brasileiras de TI listadas na B3 no período de 2010 a 2017, totalizando 56 observações ao longo desses oito anos. Por meio da estimação de um modelo de regressão com dados em painéis por efeito fixo, tendo como variável dependente o *Payout* (distribuição de dividendos) das empresas da amostra, o estudo pode identificar que alguns fatores apresentaram algum tipo de influência sobre a distribuição de dividendos. Sejam esses fatores a existência de acordos de acionistas e a adesão a práticas mais rígidas de governança corporativa (com efeito inverso sobre a distribuição de dividendos) e a persistência apresentando duplo efeito (negativo, quando analisada a influência da distribuição passada e, positivo, quando verificada a contribuição da variação do valor dos dividendos distribuídos nos anos anteriores). Adicionalmente, observou-se que a variação da receita também se mostrou influenciadora (efeito positivo) da distribuição de dividendos no presente.

**Palavras-Chave:** Persistência dos dividendos; Poder dos acionistas; Governança corporativa; Política de dividendos; Tecnologia da Informação.

## **PERSISTENCE OF DIVIDENDS, POWER OF SHAREHOLDERS AND CORPORATE GOVERNANCE AS INFLUENCES OF THE DIVIDEND POLICY IN COMPANIES OF THE INFORMATION TECHNOLOGY SECTOR**

### **ABSTRACT:**

By Information Technology (IT) is understood as the area that is dedicated to the study of the set composed of solutions obtained and activities performed through computational resources whose objective is to obtain, store, access, manage and use the resulting information. This is a sector that stands out for its particularities, such as the high annual return on invested capital and volume of assets, in addition to its high volume of intangibles (mainly intellectual property). This is why the researchers of this article are worried about the dividend policy for this sector. Dividend policy would be the set of decisions in organizations that seek a balance between the amount of profits to be retained in the various reserves and compensating for previous losses in the amount of profits to be distributed to the shareholders of the organization. In addition to this remuneration aspect, dividends can signal information, can be influenced by the power of shareholders or corporate governance practices of companies. Thus, this study aims to identify if factors such as persistence of dividends, shareholder power and corporate governance can influence the distribution of dividends of companies operating in the IT sector in the period from 2010 to 2017. It is an exploratory research -descriptive, quantitative and documentary, using secondary data extracted from the FR and DFP of seven Brazilian IT companies listed in B3 between 2010 and 2017, totaling 56 observations over these eight years. By means of the estimation of a regression model with data in fixed-effect panels, the Payout (dividend distribution) of the companies of the sample as a dependent variable, the study can identify that some factors had some type of influence on the distribution of dividends . These factors include the existence of shareholders' agreements and adherence to stricter corporate governance practices (with an inverse effect on the distribution of dividends) and persistence with a double effect (negative, when analyzed the influence of

the past distribution and, when the contribution of the change in the value of dividends distributed in previous years). Additionally, it was observed that the revenue variation was also influential (positive effect) of the distribution of dividends in the present.

**Key Words:** Dividend persistence; Shareholders; Corporate governance; Dividend Policy; Information Technology.

## 1 INTRODUÇÃO

A Tecnologia da Informação (TI) possui sua história atrelada diretamente ao desenvolvimento dos *hardwares* (computadores, *smartphones*, modems entre outros equipamentos), como de *softwares* (os programas de computadores) como da própria *internet*. Na verdade, TI é a área que se dedica ao estudo do conjunto composto por soluções obtidas e atividades executadas através de recursos computacionais cujo objetivo é obter, armazenar, acessar, gerenciar e utilizar as informações resultantes (DIAS, 2017). Esse setor da economia possui suas particularidades, como o alto retorno anual frente ao capital investido e em ativos físicos, além de haver destaque para seu elevado volume de intangíveis (principalmente propriedade intelectual) (ALVES; AMARAL; RONKOSKI, 2016).

Investigar fatores que podem influenciar a política de dividendos, notadamente a distribuição dos resultados a título de dividendos, é uma questão atual para os estudos de Finanças Corporativas justamente pela especificidade e presença desse setor nos diversos espaços da sociedade e dos negócios. Além de ser um setor pouco pesquisado cientificamente no âmbito da distribuição de dividendos (haja vista o menor volume de pesquisas sobre esse assunto nesse setor), a própria questão dos dividendos ainda é permeada pela falta de consenso científico e pela complexidade que as decisões sobre a distribuição de dividendos podem representar.

Esse estudo pretende contribuir com a pesquisa financeira, na medida em que tenta identificar possíveis fatores influenciadores da distribuição de dividendos em empresas brasileiras atuantes nesse setor. E síntese, essa pesquisa fará uso de variáveis independentes (possíveis fatores influenciadores) e de variáveis de controle (alguns fatores comumente usados pela literatura) sobre a distribuição de dividendos (*payout*).

Essa pesquisa visa responder a seguinte questão de pesquisa: **Quais fatores influenciam a distribuição de dividendos nas empresas atuantes no setor de Tecnologia da Informação (TI)?** Para responder a essa questão delineou-se o seguinte objetivo geral: identificar se fatores como persistência dos dividendos, poder dos acionistas e governança corporativa podem influenciar a distribuição de dividendos das empresas atuantes no setor de TI no período de 2010 a 2017.

Essa investigação encontra-se organizada em cinco seções, sendo esta introdução a primeira delas. Na segunda seção dedica-se à fundamentação teórica da pesquisa, discutindo-se sobre o setor de TI, sobre os dividendos e as principais teorias utilizadas para explicar a política de dividendos, além de se apresentar as hipóteses da pesquisa. A terceira seção é dedicada aos aspectos metodológicos da pesquisa, apresentando-se à caracterização da pesquisa, a amostra do estudo, as variáveis empregadas e a análise desenvolvida. Na quarta seção elencam-se os resultados obtidos na pesquisa, além de apresentar-se paralelamente uma discussão dos mesmos. A última seção é destinada à apresentação das principais conclusões da pesquisa, incluindo sugestões para estudos posteriores.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Setor de Tecnologia da Informação

O surgimento da *internet* ocorre por volta de 1970, objetivando possibilitar a comunicação, a troca de informações e o compartilhamento de computadores e outros

recursos. Tendo, no início, acesso restrito a um seleto grupo de pesquisadores, universidades e militares para fins educacionais, de pesquisa e militares (SCHONS, 2007). A proposta da internet pode ser caracterizada como a proximidade tecnológica de qualquer pessoa com tudo e todos. Disponibilizando um acervo de informações e contatos (VAZ, 2004).

O primeiro grande momento de popularização foi na década de 1990, mesmo que o governo norte americano já tivesse liberado o acesso para uso comercial da rede no final da década de 80. Essa maior popularização foi impulsionada pelo surgimento da *internet* como um ambiente aberto ao público doméstico, pelo surgimento das primeiras empresas provedoras de acesso comercial e, pelo barateamento e minimização do tamanho dos computadores (VAZ, 2004; SCHONS, 2007).

Além do desenvolvimento da rede, o desenvolvimento de softwares e de hardwares também contribui para a internet seja tão difundida atualmente. Como contraposição aos antigos computadores gigantes e de alto custo, surgem os *personals computer* (PCs), computadores menores e de custo mais acessível, dando maior popularidade a marcas como a Apple (CIRIBELI; PAIVA, 2011). Posteriormente, com o desenvolvimento dos smartphones (celulares com sistema operacional e acesso a internet), o acesso entra numa nova fase, pois o usuário passa a acessar a rede sem ter que estar obrigatoriamente em casa ou pagar pelo acesso em um estabelecimento do tipo *lan house* (CIRIBELI; PAIVA, 2011; LINS, 2013).

Tanto no desenvolvimento dos *hardwares* (computadores, *smartphones*, modems entre outros equipamentos), como de *softwares* (os programas de computadores) como da própria *internet*, a Tecnologia da Informação (TI) se faz presente. Por TI entende-se como a área que se dedica ao estudo do conjunto composto por soluções obtidas e atividades executadas através de recursos computacionais cujo objetivo é obter, armazenar, acessar, gerenciar e utilizar as informações resultantes (DIAS, 2017).

No [website](#) da B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), o setor de Tecnologia da Informação está dividido em dois segmentos: (i) Computadores e equipamentos, composto por duas empresas (Itautec e Positivo) que desenvolvem, em sua maioria, soluções em *hardwares* e, (ii) pelo segmento de Programas e serviços, constituído por seis empresas (BRQ, LINX, QUALITY SOFT, SINQIA, TIVIT, TOTVS e Universo Online), que são representantes no ramo de *softwares* e soluções em sistemas [destaca-se que a Universo Online e a TIVIT, apesar de estarem listadas, ainda não têm negociações na B3; por sua vez a SINQIA se refere à antiga Sênior Solution, houve alteração de nomenclatura].

Apesar de existirem companhias brasileiras atuando no setor de TI, inclusive realizando serviços em outros países, na realidade, as grandes empresas atuantes no setor a nível mundial e inclusive de Brasil são empresas oriundas de países como Estados Unidos, Coreia do Sul e China (como Microsoft, Google, Samsung, Apple, entre outras). Esse destaque de grandes multinacionais estrangeiras no Brasil está atrelado a questões como abertura de mercado às empresas estrangeiras, o investimento em expansão e instalação de plantas fabris dessas multinacionais em outros países e estratégias de redução de custos e proximidade com mercados consumidores emergentes (BRIDI, 2014).

O setor de TI ganha destaque por conta de suas particularidades, como o alto retorno anual frente ao capital investido e volume de ativos, além de haver destaque para seu elevado volume de intangíveis (principalmente propriedade intelectual) (ALVES; AMARAL; RONKOSKI, 2016). Por essa característica particular dos retornos e destaque das empresas de TI, justifica-se analisar a política de dividendos dessas empresas, notadamente quanto a possíveis fatores influenciadores como a persistência da distribuição de dividendos, o poder dos seus acionistas e a aderência às boas práticas de governança corporativa.

## 2.2 Dividendos

Dentre às discussões da área financeira, a questão dos dividendos toma destaque por estar diretamente atrelada às decisões corporativas, uma vez que os dividendos correspondem a um dos tipos de remuneração que os acionistas podem receber. Portanto, dividendo é um tipo de remuneração aos proprietários da empresa. Por política de dividendos entende-se a decisão que busca um ponto de equilíbrio entre a quantidade de lucros a serem retidos nas diversas reservas e compensando prejuízos anteriores frente à quantidade de lucros a serem distribuídos aos acionistas da organização (SOUSA NETO et al., 2014; GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015).

Seguindo uma linha de eventos, num primeiro momento a empresa recebe uma injeção de recursos financeiros e materiais pelos seus acionistas (os quais esperam receber retornos pelo capital investido). Conforme a empresa vai apresentando desempenho, esses proprietários passam a receber valores em termos de retornos financeiros. Sejam retornos via dividendos, juros sobre capital próprio (parte dos recursos devolvidos aos proprietários por meio de uma taxa de longo prazo a título de remuneração pelo capital investido), pró-labores (salário para aqueles sócios que trabalham na empresa) ou por outra eventual remuneração (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; RABELO et al., 2017).

Portanto, dividendo é uma forma de remuneração do acionista. As empresas pagam dividendos quando o resultado do exercício é positivo (lucro), de forma que parte do lucro é distribuída aos acionistas como dividendos. Isto é, a decisão de distribuir dividendos está atrelada à apuração de lucro no período e da empresa decidir quanto desse lucro deverá ser retido e quanto será distribuído aos proprietários. Em síntese, essa é a questão da política de dividendos, se haverá distribuição de dividendos, quanto e quando será distribuído (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Quanto aos tipos, os dividendos podem ser classificados quanto ao (1) direito de recebimento e (2) quanto à apropriação dos lucros. Quanto ao direito no recebimento, os dividendos podem ser cumulativos ou não cumulativos. Os dividendos cumulativos concedem aos acionistas o direito de recebimento de dividendos no exercício futuro em que o lucro for satisfatório - quando houver lucro que possibilite a distribuição de dividendos -, em contrapartida que os dividendos não cumulativos não garantem esse direito aos acionistas (CHIARELLO; SILVA; NAKAMURA, 2014; MELO; FONSECA, 2015).

Por sua vez, quanto à apropriação dos lucros, os dividendos podem ser mínimos, fixos e obrigatórios. Os dividendos fixos e mínimos são predefinidos no estatuto das companhias, geralmente atribuídos aos acionistas preferencialistas. Além disso, a deliberação nº 683/2012 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aponta que, enquanto os acionistas de dividendo fixo não participam dos lucros que excedem a parcela fixa estipulada, as ações com dividendo mínimo proporcionam aos seus beneficiários a possibilidade de receber o percentual estipulado e a participação dos lucros remanescentes da entidade. A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em seu artigo 202 indica que o estatuto da companhia deve estabelecer a parcela condizente ao dividendo obrigatório. Ainda segundo o art. 202, se o estatuto for omissivo quanto a essa parcela, o dividendo mínimo obrigatório corresponderá a 50% do lucro líquido, em cada exercício, diminuído ou acrescido dos valores destinados à reserva legal e ao montante destinado à formação da reserva para contingências (LOSS; SARLO NETO, 2006; MELO; FONSECA, 2015; SILVA et al., 2016).

Além de representar uma remuneração aos acionistas, os dividendos proporcionam informações estratégicas no que diz respeito ao desempenho atual e, podem sinalizar o desempenho futuro das organizações (LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017). Esse trabalho busca

contribuir com a pesquisa sobre dividendos ao se propor a identificar se fatores como a persistência dos dividendos, o poder dos acionistas e a governança corporativa podem influenciar ou não a distribuição de dividendos no presente. A literatura sobre dividendos é ampla e trata de diversos temas, desde a busca por fatores determinantes da política de dividendos, como o efeito sinalizador das políticas de dividendos de anos anteriores sobre a política atual até estudos sobre impactos fiscais e informações da distribuição de dividendos, mas apesar desse volume de pesquisas, os estudos ainda apresentam certa divergência nos resultados que encontram sobre o comportamento relacionado à política de dividendos (GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015; KAJOLA; DESU; AGBANIKE, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017).

## **2.2 Teorias da política de dividendos**

Em síntese, política de dividendos é um dos assuntos mais difundidos em Finanças Corporativas, tratando-se em essência das decisões relacionadas a se haverá ou não distribuição de lucros, quanto do lucro será distribuído em forma de dividendos e quanto será retido nas diversas reservas ou compensados com prejuízos anteriores e, ainda, quando serão distribuídos e pagos os dividendos declarados. Por não ser uma questão criada no presente, não é de hoje que há uma busca por um maior entendimento da política de dividendos, seus efeitos e quais seus determinantes. Muito pelo contrário, a temática está norteadada de diversas teorias e estudos que buscaram compreender os diversos fatores influenciadores da política de dividendos. Dentre elas destacam-se a teoria da Irrelevância dos dividendos, a teoria do Pássaro na mão, o Efeito Clientela, a teoria da Preferência Tributária e a teoria da Sinalização (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; MILLER; MODIGLIANI, 1961; SPENCE, 1973; KRONBAUER et al., 2014; SANTOS; GALVÃO, 2015; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018).

A teoria da Irrelevância dos dividendos pressupõe que para os acionistas não há diferença em receber os dividendos ou ter seus rendimentos investidos, pois os ganhos futuros corrigidos seriam similares ao valor presente dos dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961). Isto é, o valor de uma empresa não depende da política de dividendos ou de financiamentos adotados, mas das oportunidades de investimentos. Vale ressaltar que tais argumentos consideram uma perspectiva de mercado hipotético perfeito e não o mercado real dotado de imperfeições (SANTOS; GALVÃO, 2015; VIANA JUNIOR; PONTE, 2016; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017).

Em contraposição há essa teoria, há o movimento que considera que os dividendos são relevantes no valor da empresa. Nesse rol há algumas teorias desenvolvidas que consideram essa relevância. Dentre essas teorias cita-se a teoria do Pássaro na mão. Essa teoria parte da ideia de que os acionistas objetivam minimizar o risco do investimento e aumentar o valor da empresa, de forma que o risco seja compatível com o retorno esperado. Ou seja, os acionistas preferem receber dividendos o quanto antes (preferem dividendos no presente que a incerteza da valorização da ação no futuro), assim as empresas que mais distribuem dividendos seriam as mais atrativas para investimentos e, portanto, teriam as ações mais valorizadas pelos investidores. Dessa forma, cria-se uma relação direta entre o valor de mercado da ação e a política de dividendos da empresa (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; KRONBAUER et al., 2014; SANTOS; GALVÃO, 2015; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; LEITE; BOGONI; HEIN, 2019).

A hipótese do efeito clientela, argumentada por Elton e Gruber (1970), está relacionada à existência de um efeito de preferências dos acionistas em certa política de dividendos. Tal preferência consiste na propensão dos investidores por determinadas ações de

acordo com um nível de pagamento de dividendo mais adequado a sua faixa de tributação, ou seja, a teoria prevê que os investidores é que procuram as firmas com política de dividendos que atendem à sua própria expectativa de recebimento deles ou não. Pode-se entender a teoria do efeito clientela, portanto, como o poder de atração da política de dividendos (HOLANDA; COELHO, 2012; SANTOS; GALVÃO, 2015; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; LEITE; BOGONI; HEIN, 2019).

Já a teoria da Preferência Tributária, propõe uma análise sobre o aspecto tributário da distribuição de dividendos. É necessário que seja feito um paralelo considerando a diferenciação dos mercados, pois a teoria foi proposta considerando um mercado no qual a tributação de dividendos existe e é elevada. Considerando essa característica de mercados em que há tributação dos dividendos, há um menor estímulo à distribuição de dividendos que a outras formas de remuneração dos acionistas, havendo maior retenção de lucros. Contudo, quando se considera mercados como o brasileiro, em que não há tributação de dividendos, espera-se que haja um maior estímulo para a distribuição de dividendos. Deve-se sempre considerar que os acionistas brasileiros podem receber diversos tipos de proventos, dentre esses há os juros sobre capital próprio (JSP), denominado também de remuneração do capital próprio (RCP). Há existência de formas diversas de remuneração dos acionistas impacta a distribuição de dividendos, na medida em que a empresa pode remunerar seus proprietários de diferentes formas, garantindo distribuição mesmo quando não há lucro favorável (FONTELES et al., 2013; CARNEIRO; LANA, 2018; GOBETTI, 2018; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018).

Por sua vez, a teoria da sinalização dos dividendos, encara a política de dividendos como provedora de informação futura, notadamente uma boa distribuição de dividendos em um ano sinaliza boas expectativas quanto a lucros futuros. Dessa forma, o pagamento de proventos é uma decisão estratégica que serve como um mecanismo de transmissão de informação ao mercado. Ou seja, a teoria defende a hipótese de que o anúncio da política de dividendo transmite uma informação ao mercado, podendo influenciar o valor da empresa ao agregar novos acionistas, tendo em vista que a teoria argumenta que o conteúdo informacional da política de dividendos pode prever bons resultados futuros. A hipótese da persistência dos dividendos está amplamente alicerçada nessa teoria, pois quanto mais persistentes, historicamente, os dividendos forem, maior a expectativa de que no presente haja distribuição de dividendos (ROSS, 1977; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014; SILVA; NARDI; TONANI, 2016; VIANA JUNIOR; PONTE, 2016; RABELO et al., 2017; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018).

Adicionalmente, a teoria da Agência também pode ser utilizada algumas vezes em estudos sobre política de dividendos. Essa teoria considera que em decorrência da separação entre o controle e a propriedade, podem ocorrer conflitos dentro da organização. Notadamente conflitos entre os acionistas (principais) e os administradores contratados (agente). De forma que o agente poderia estar motivado a utilizar-se de seu posto para obter vantagem pessoal ao invés de preservar o interesse dos acionistas. Para minimizar esse conflito de interesses, foram propostos diversos mecanismos de boa governança corporativa (criação de conselhos de fiscalização e administração, auditoria interna e externa, remuneração baseada em desempenho e, inclusive, adoção voluntária de práticas de governança para listagem em segmentos diferenciados dentro de bolsas de valor). Os acionistas incentivariam a distribuição de recursos no sentido de reduzir o fluxo de caixa livre à disposição dos administradores quando os sistemas de governança corporativa não são suficientemente eficientes para coibir a ação mal intencionada dos gestores ou quando os custos de agência são elevados para controlar os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018).

A partir desse embasamento teórico definiram-se as hipóteses atreladas aos possíveis fatores influenciadores da distribuição de dividendos das empresas de TI. Os fatores relacionados são a persistência dos dividendos (embasado pela teoria da Sinalização), o poder dos acionistas (embasado pela teoria do Pássaro na mão) e a governança corporativa (fundamentado pela teoria da agência).

Quanto à persistência dos dividendos, espera-se que a distribuição de dividendos no passado sinalize distribuição no presente (Hipótese 1). Espera-se, portanto, que as empresas tentem sinalizar perenidade e segurança em seus retornos, assim elas tenderiam a manter uma política de dividendos estável ao longo dos anos, justamente para amenizar o alto risco do mercado de ações que os acionistas têm de enfrentar. Ou seja, espera-se que, conforme a teoria da Sinalização, que a persistência da distribuição de dividendos ao longo dos anos impacte positivamente no dividendo presente.

**Hipótese 1:** A distribuição de dividendos no passado tem efeito positivo sobre os dividendos atuais.

Quanto ao poder dos acionistas, acredita-se que os acionistas das empresas brasileiras irão pressionar à administração das empresas para que haja maior distribuição de dividendos. Conforme a teoria do Pássaro na mão, os acionistas preferem dividendos no presente a se expor ao risco de haver ou não retornos no futuro. Dessa forma, quanto mais poderosos os acionistas forem (individualmente através da detenção do maior controle ou coletivamente através da celebração de acordo de acionistas), eles irão pressionar mais fortemente para que haja maior distribuição (Hipótese 2) (HOLANDA; COELHO, 2012; RABELO et al., 2017).

**Hipótese 2:** Acionistas mais poderosos contribuem positivamente para a distribuição de dividendos.

Quanto à governança corporativa, espera-se que empresas que detenham melhores práticas de governança corporativa apresentem menor distribuição de dividendos. Pois os próprios eficientes dos atos da gestão pelos mecanismos de governança corporativa evitariam a necessidade de que os acionistas tivessem de reduzir o volume de fluxo de caixa livre à disposição dos gestores por receio de haver desvios (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). Mecanismos mais eficientes de governança corporativa e gestão alinhada com interesses dos acionistas evita a necessidade que o fluxo de recursos da organização tenha de ser reduzido por maior risco dos gestores realizarem desvios (Hipótese 3).

**Hipótese 3:** A adoção de melhores práticas de governança corporativa influencia negativamente para a distribuição de dividendos.

Essa pesquisa busca justamente identificar se esses possíveis fatores influenciam a distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de TI. A importância de se estudar os dividendos distribuídos pelas empresas desse setor está atrelada, justamente, às particularidades desse setor: como o alto retorno anual frente ao capital investido e o menor volume de ativos, além de haver destaque para seu elevado volume de intangíveis (principalmente propriedade intelectual) (ALVES; AMARAL; RONKOSKI, 2016). Na seção a seguir apresentam-se os aspectos metodológicos orientadores da pesquisa.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.2 Caracterização da pesquisa**

Esta pesquisa é classificada como exploratório-descritiva, quanto ao objetivo. A combinação dos aspectos exploratórios e descritivos em uma pesquisa científica proporciona ganhos de aprofundamento da pesquisa, na medida em que o pesquisador pode conhecer os fenômenos observáveis ao mesmo tempo em que pode aprofundar a análise ao poder

descrever as características desses fenômenos ou estabelecer relações entre variáveis (PRODANOV; FREITAS, 2013). Nessa pesquisa o aspecto exploratório-descritivo se dará no sentido que os pesquisadores poderão identificar fatores que podem influenciar a política de dividendos, ao passo em que se consideram efeitos de variáveis de controle inerentes aos estudos sobre política de dividendos.

Quanto ao problema, esse estudo é do tipo quantitativo. Estudos quantitativos são marcados pela coleta de dados ser constituídas em números ou dados conversíveis em termos numéricos, ao mesmo tempo em que a análise é realizada por meio de técnicas estatísticas (DALFOVO; LANA; SILVEIRA, 2008).

Quanto à fonte de dados, a pesquisa é documental. Os dados são secundários, obtidos diretamente dos Formulários de Referência (FR) e das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

### 3.3 Amostra

A amostra da pesquisa corresponde a um total de 56 observações oriundas de sete empresas no período de 2010 a 2017. O universo de pesquisa corresponde a todas essas mesmas sete empresas que estão listadas no setor brasileiro de Tecnologia da Informação (TI) da B3 (bolsa de valores brasileira). A amostra distribuída em cada um dos segmentos constituintes do setor de TI encontra-se discriminada na Tabela 1.

Tabela 1: Amostra da pesquisa distribuída por segmento.

Segmento	Quantidade de observações	%	Quantidade de empresas
Computadores e Equipamentos	16	29%	2
Programas e Serviços	40	71%	5
Total	56	100%	7

Fonte: Elaborado pelos autores.

O setor de TI da B3 é constituído por dois segmentos: Computadores e Equipamentos, representado por duas empresas (ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC e POSITIVO TECNOLOGIA S.A.) que atuam no ramo produzindo, essencialmente, *hardwares*; e pelo segmento de Programas e Serviços, o qual é formado por cinco empresas (BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A., LINX S.A., QUALITY SOFTWARE S.A., SENIOR SOLUTION S.A. e TOTVS S.A.) que desenvolvem, *a priori*, programas e *softwares* a serem utilizados para os *hardwares*.

### 3.3 Variáveis da pesquisa e coleta de dados

No intuito de alcançar o objetivo da pesquisa, esse estudo utiliza-se de variáveis dependente, independentes e de controle. Como variável dependente recorreu-se ao indicador *payout*. Essa variável é tratada em termos decimais numéricos através do valor resultante da razão entre os dividendos do período atual sobre o lucro líquido obtido no exercício atual. Sendo essa a variável de interessante, uma vez que se busca identificar se a distribuição de dividendos (*payout*) é influenciada ou não pelos possíveis fatores determinantes (variáveis independentes) apresentados no Quadro 1.

Quadro 1: Descrição das variáveis da pesquisa.

Tipo	Sigla	Variável	Métrica	Estudos anteriores
Depen- dente	PAYOUT	Distribuição de dividendos	$\frac{\text{Dividendos do ano atual}}{\text{Lucro líquido do ano atual}}$	(REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; RAMPERSHAD; VILLIERS, 2019; SILVA et al., 2019)
	CON	Concentração acionária	Percentual de ações em posse do acionista controlador	(HOLANDA; COELHO, 2012; FONTELES et al., 2013; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018)
Independente	ACORDO	Acordo de acionistas	1 se há acordo de acionistas na empresa, 0 caso contrário	(HOLANDA; COELHO, 2012)
	PAYOUT <sub>t-1</sub>	Distribuição de dividendos anterior	$\frac{\text{Dividendos}_{t-1}}{\text{Lucro líquido}_{t-1}}$	(LEITE; BOGONI; HEIN, 2019)
	PAYOUT <sub>t-2</sub>	Distribuição de dividendos do segundo ano anterior	$\frac{\text{Dividendos}_{t-2}}{\text{Lucro líquido}_{t-2}}$	-
	VAR.DIV <sub>t-2</sub>	Varição de crescimento dos dividendos anteriores	$\frac{\text{Dividendos}_{t-1} - \text{Dividendos}_{t-2}}{\text{Dividendos}_{t-2}}$	-
	NM	Novo Mercado (governança corporativa)	1 se a empresa está listada no Novo Mercado, 0 caso contrário	(REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018)
Controle	TAM	Tamanho	$\ln$ do Ativo total	(REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2018; LEITE; BOGONI; HEIN, 2019; RAMPERSHAD; VILLIERS, 2019)
	ROA	Retorno sobre os ativos	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	(FONTELES et al., 2013; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014)
	VAR.REC	Varição de crescimento das receitas	$\frac{(\text{Receita}_{\text{atual}}) - (\text{Receita}_{t-1})}{\text{Receita líquida}_{t-1}}$	(SALSA, 2010; RAMPERSHAD; VILLIERS, 2019)

Observe-se que “dividendos” corresponde a somatório do valor distribuído como dividendos, juros sobre o capital próprio e outros tipos de remuneração dos acionistas. Nos FR o valor já se encontra somado com todas essas remunerações.

(t-1) se refere ao ano anterior. (t-2) se refere ao segundo ano anterior, ou seja, o ano imediatamente anterior a (t-1). Exemplo, se 2019 for o ano atual, então 2018 é o ano anterior (t-1) e 2017 é o segundo ano anterior (t-2).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Como variáveis independentes (os fatores a serem identificados se possuem influência sobre a distribuição de dividendos) têm-se três fatores: (1) a influência ou poder dos acionistas, a qual é representada por duas variáveis, (i) a concentração acionária, representando o poder individual através da quantidade de ações do acionista que detém maior volume delas e (ii) uma *dummy* relacionada a se há ou não acordo de acionistas, representando a influência coletiva dos acionistas sobre o controle da empresa; (2) também foram inseridas três variáveis relativas à persistência dos dividendos, sendo elas a (iii) a distribuição de dividendos do ano anterior, a (iv) a distribuição do segundo ano anterior e a (v) variação do crescimento dos dividendos dos anos anteriores (não se adicionou variáveis de variação em relação ao ano atual para evitar auto-correlacionamento, além de que fugiria da intenção de analisar os efeitos dos dividendos passados como sinalizadores quando se utiliza de uma variável que é calculada através dos dividendos presentes, entrando em conflito com a intenção de identificar efeitos do passado) e por fim, empregou-se uma variável relacionada a se a empresa adota, voluntariamente, melhores práticas de governança corporativa (GC), (vi) variável associada a se a empresa está ou não listada no segmento diferenciado do Novo Mercado da B3 (a escolha da variável de GC ser uma *dummy* de Novo Mercado e orientada por dois pontos: o primeiro é que o Novo Mercado já seria o nível mais rígido de GC, contemplando quase todos os requisitos dos níveis anteriores e incluindo alguns a mais e, segundo, pela maioria das empresas da amostra estar, ao longo dos anos analisados, listadas em algum dos níveis de GC da B3).

Adicionalmente empregaram-se três variáveis de controle costumeiramente utilizadas nos estudos sobre dividendos. Seja essas variáveis o (vii) tamanho da empresa (mensurado pelo *Logaritmo natural* do ativo total), a (viii) rentabilidade mensurada pelo ROA (retorno sobre o ativo) e pelo (ix) crescimento das vendas (variação das vendas).

A coleta dos dados nos Formulários de Referência (FR) e das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Das DFP coletaram-se os dados do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), sendo os dados coletados foram: (a) o valor do ativo total em reais mil, (b) as receitas de vendas líquidas do ano atual e do ano anterior e (c) os lucros dos exercícios atual, anterior e do segundo ano anterior. Todos demais dados foram coletados dos FR.

### 3.4 Caracterização da análise

Os dados foram tabulados no *websoftware* planilhas *Google* e analisados estatisticamente no *software* STATA versão 12. Sendo que as análises realizadas foram a estatística descrita e análise multivariada através da regressão com dados em painel.

A estatística descritiva foi empregada no intuito de se conhecer as variáveis da pesquisa e permitir um melhor entendimento sobre o comportamento delas. Por sua vez, a regressão foi estimada no intuito de se identificar se as variáveis empregadas na pesquisa podem influenciar a distribuição de dividendos (FÁVERO, 2009; GUJARATI; PORTER, 2011).

Foi estimado um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo (Equação 1), que teve o *payout* (razão relativa a distribuição dos lucros como dividendos) como variável dependente. A escolha do modelo de dados em painéis com efeito fixo foi realizada após a realização dos testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman (FÁVERO, 2009; GUJARATI; PORTER, 2011).

$$Payout = \alpha + \beta_1 CON + \beta_2 ACORDO + \beta_3 Payout_{t-1} + \beta_4 Payout_{t-2} + \beta_5 VAR.DIV_{t-2} + \beta_6 NM + \beta_7 TAM + \beta_8 ROA + \beta_9 VAR.REC$$

(Equação 1)

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Estatística descritiva

A pesquisa analisa a distribuição de dividendos para empresas atuantes no setor de Tecnologia da Informação (TI), tratando-se de uma amostra de 56 observações no período de 2010 a 2017. O setor de Utilidade Pública é constituído por dois segmentos: Computadores e Equipamentos e Programas e Serviços.

Na Tabela 2 agrupam-se os segmentos do setor de TI em dois grupos: não distribuiu e distribuiu dividendos. Observa-se que metade das observações do segmento de Computadores e Equipamentos não houve distribuição (A Itautec não distribuiu dividendos entre 2013 e 2017, a Positivo não distribuiu nos anos de 2017, 2015 e 2011). Quanto ao segmento de Programas e Serviços, na grande maioria das observações (33 observações ou 83) houve algum tipo de distribuição de dividendos (uma vez que as empresas podem ter distribuído dividendos, juros sobre o capital próprio ou outro e os Formulários de Referência contam esse somatório de remunerações como dividendos). De forma geral, em nenhuma das empresas não houve algum tipo de distribuição aos acionistas, considerando-se o período de oito anos (2010-2017), apesar de que houve alguns períodos em que algumas empresas não remuneraram seus proprietários. Mas o predomínio é que nesse setor haja distribuição de dividendos.

Tabela 2: Distribuição de se houve ou não distribuição de dividendo por segmento de atuação

	Segmentos		Total
	Computadores e Equipamentos	Programas e Serviços	
Não distribuiu dividendos	8	7	15
Distribuiu dividendos	8	33	41
Total	16	40	56

Fonte: Elaborada pelos autores

Na Tabela 3 apresenta-se o valor distribuído ao longo do período analisado considerando-se cada um dos dois segmentos e o total da somatória deles (ou seja, o valor distribuído pelo setor). Observa-se que as empresas do segmento de Programas e Serviços são as que mais distribuem algum tipo de dividendo (vale ressaltar que há mais empresas nesse segmento). Além disso, observa-se pela coluna do Total que o ano em que houve maior volume distribuído foi em 2014 (chegando a R\$ 204.360.247,92), apesar de que após esse período de ápice, a distribuição vem reduzindo, culminando com o ano mais recente (2017) apresentando a menor distribuição no período analisado (R\$ 99.689.861,45).

Tabela 3: Valor distribuído de dividendos ao longo do período analisado

Ano	Valor acumulado de dividendos (R\$)			TOTAL
	Computadores e Equipamentos	Programas e Serviços		
2010	R\$ 28.241.034,00	R\$ 98.445.929,79	R\$	126.686.963,79
2011	R\$ 12.179.000,00	R\$ 123.619.856,96	R\$	135.798.856,96
2012	R\$ 7.704.587,11	R\$ 151.931.882,92	R\$	159.636.470,03
2013	R\$ 3.897.583,26	R\$ 183.009.309,05	R\$	186.906.892,31
2014	R\$ 5.817.648,62	R\$ 198.542.599,30	R\$	204.360.247,92
2015	R\$ 0,00	R\$ 166.099.419,60	R\$	166.099.419,60
2016	R\$ 2.210.000,00	R\$ 130.803.318,52	R\$	133.013.318,52
2017	R\$ 0,00	R\$ 99.689.861,45	R\$	99.689.861,45

TOTAL	R\$	60.049.852,99	R\$	1.152.142.177,59	R\$	1.212.192.030,58
-------	-----	---------------	-----	------------------	-----	------------------

Fonte: Elaborada pelos autores

Na Tabela 4 resume-se a estatística descritiva das variáveis da pesquisa. Em média, as empresas do setor de TI distribuíram R\$ 22.448.000,57 a título de dividendos; observa-se que a mediana (2.147.705,19) está distante da média, indicando que a amostra é assimétrica quanto à distribuição, havendo valores bem maiores que a mediana; além disso, o desvio padrão é alto (41.530.917,13), corroborando com a constatação de que a distribuição não é tão homogênea entre as empresas - há aquelas que não distribuíram nenhum dividendo e aquelas que chegaram a distribuir valores bem maiores, como uma empresa que distribuiu 165.662.770,48. Comportamento semelhante se observa para o tamanho da empresa (média = 798.504,88; mediana = 323.053,50; desvio padrão = 815.216,23), a concentração acionária (Média = 0,36; mediana = 0,16; desvio padrão = 0,33), para a rentabilidade (ROA) (Média = 0,02; mediana = 0,04; desvio padrão = 0,11) e para a receita líquida (Média = 756.942,72; mediana = 384.690,50; desvio padrão = 836036,344). Esses resultados indicam que mesmo se tratando de empresas do mesmo setor, elas possuem características individuais discrepantes, o que as diferencia e particulariza em relação às outras. Haja vista que o capital intelectual, intangíveis e segredos de negócios são consideravelmente intensivos nesses tipos de empresas, é natural que se observe essa alta diferenciação entre as empresas.

Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis independentes da pesquisa

Estatísticas	Valor dividendo (R\$)	Ativo total (em R\$ mil)	Concentração	ROA	Receita líquida (em R\$ mil)
N	54	54	48	54	54
Média	22.448.000,57	798.504,88	0,36	0,02	756.942,72
Mediana	2.147.705,19	323.053,50	0,16	0,04	384.690,50
Desvio padrão	41.530.917,13	815.216,23	0,33	0,11	836036,344
Coeficiente de Variação	185%	102%	91%	473%	110%
Mínimo	0,00	14.239,00	0,08	-0,52	1.799,00
Máximo	165.662.770,48	2.662.075,00	0,99	0,18	2.566.533,00

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto à celebração de acordo de acionistas, em 32 observações (67% das 48 observações em que havia informações sobre acordo de acionistas) houve declaração de que foi firmado acordo entre acionistas. Quanto ao nível de governança corporativa (GC), em 33 observações (61% das 54 observações que havia dados nos Formulários de Referência) as empresas estavam listadas em algum segmento diferenciado (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado ou outro) de GC da B3. Mas quando se considera apenas a representatividade do Novo Mercado, identificou-se que em 22 observações (41% do total de 54 observações) as empresas estavam listadas no Novo Mercado, isso significa que das 33 observações que estavam em algum nível de GC, 22 eram compostas somente pelo Novo Mercado (ou seja, das empresas que estavam em algum nível de GC, 67% estavam no Novo Mercado, que é o nível mais rígido de GC, indicando a alta representatividade desse nível de GC).

Na próxima subseção apresentam-se as análises multivariadas realizadas no estudo (por meio da correlação e de um modelo de regressão com dados em painéis).

#### 4.2 Análises multivariadas

Observa-se que a variação da receita (VAR.REC) e a variação de crescimento dos dividendos (VAR.DIV<sub>t-2</sub>) se relacionaram de forma positiva com o valor distribuído a título

de dividendos (PAYOUT). Quanto aos demais fatores, eles não apresentaram relação significativa. Não houve indícios de haver correlação forte (acima de 0,65) entre os fatores determinantes (Tabela 5).

Tabela 5: Correlação das variáveis independentes com o valor do dividendo

	PAYOUT	CON	ACORDO	NM	TAM	VAR.REC	ROA
PAYOUT	1						
CON	-0,1775	1					
ACORDO	-0,0129	-0,1120	1				
NM	0,0040	<b>-0,6178***</b>	-0,1478	1			
TAM	0,0178	-0,2292	<b>-0,3635**</b>	<b>0,5708***</b>	1		
VAR.REC	<b>0,4291***</b>	<b>-0,6609***</b>	0,0720	0,1164	-0,1322	1	
ROA	0,1890	<b>-0,5300***</b>	-0,0305	<b>0,2291*</b>	0,0084	<b>0,5880***</b>	1
PAYOUT <sub>t-1</sub>	0,0336	-0,1678	-0,0275	0,0930	0,0908	<b>0,2971**</b>	0,1019
PAYOUT <sub>t-2</sub>	0,0170	-0,1349	-0,0147	0,1023	0,0744	<b>0,2722*</b>	0,1541
VAR.DIV <sub>t-2</sub>	<b>0,8712***</b>	-0,0255	0,1229	-0,1502	-0,2107	<b>0,3698**</b>	0,0334

  

	PAYOUT <sub>t-1</sub>	PAYOUT <sub>t-2</sub>	VAR.DIV <sub>t-2</sub>
PAYOUT <sub>t-1</sub>	1		
PAYOUT <sub>t-2</sub>	0,0169	1	
VAR.DIV <sub>t-2</sub>	0,0139	-0,0701	1

\*\*\* Significante a 1%. \*\* Significante a 5%. \* Significante a 10%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para identificar o efeito dos possíveis fatores como determinantes do valor distribuído a título de dividendos empregou-se um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo (Tabela 6). De fato, alguns fatores se apresentaram como determinantes do valor distribuído, sejam eles a existência de acordo de acionistas (efeito inverso, significativo a 10%), a adoção de práticas mais rígidas de governança corporativa (NM com efeito inverso, significativo a 1%), a variação da receita (contribuição positivo, a 10%), a persistência dos dividendos tanto pelo pagamento de dividendos do ano anterior (PAYOUT<sub>t-1</sub> com efeito inverso, significativo a 5%) como pela variação dos dividendos anteriores (VAR.DIV<sub>t-2</sub> com contribuição positiva, a 1%).

Tabela 6: Regressão com dados em painéis para valor de dividendo (efeito fixo)

PAYOUT	Coefficiente	Std. Err.	t
CON	1,614182	1,803087	0,90
ACORDO	<b>-0,2793298*</b>	0,1622176	-1,72
NM	<b>-0,5105469***</b>	0,1507611	-3,39
TAM	-0,0216943	0,0896738	-0,24
VAR.REC	<b>0,4274394*</b>	0,2170326	1,97
ROA	0,1552462	0,4078446	0,38
PAYOUT <sub>t-1</sub>	<b>-0,1659314**</b>	0,0736882	-2,25
PAYOUT <sub>t-2</sub>	-0,098389	0,0843733	-1,17
VAR.DIV <sub>t-2</sub>	<b>0,0918109***</b>	0,0072033	12,75
Contante	0,5187687	1,484237	0,35

Nº de observações = 44      R2 between = 0,0100      F(10,27) = 34,75      Prob > F = 0,0000

Em relação à distribuição de dividendos, o colegiado de acionistas parece pressionar para uma menor distribuição (modelo com dados em painel). Pode-se inferir que, *a priori*, os acionistas estão mais preocupados na disposição de recursos para investimentos e para arcar com os compromissos que com a distribuição dos lucros. Esse resultado não dá suporte para a hipótese 2 de que o poder do acionista influencia positivamente a distribuição de dividendos, portanto, ela foi rejeitada. A outra variável relacionada ao poder dos acionistas, poder individual através da concentração acionária, não apresentou significância estatística. No setor de TI parece haver uma maior preocupação dos acionistas em manter recursos e investimentos do que pressionar para uma maior distribuição de dividendos, contrariando a teoria do Pássaro na mão, segundo a qual os acionistas iriam preferir receber os dividendos o quanto antes a confiar numa expectativa de retornos futuros (HOLANDA; COELHO, 2012; RABELO et al., 2017).

A adoção de práticas mais rígidas de governança corporativa (GC) representada pela adesão voluntária às práticas exigidas pelo nível diferenciado de GC da B3, o Novo Mercado (NM) apresentou efeito inverso sobre a distribuição de dividendos. Esse resultado corrobora com a Hipótese 3, segundo a qual, a adoção de melhores práticas de GC aliada à eficiência dos atos da gestão minimizaria a necessidade de que os acionistas tivessem de reduzir o volume de fluxo de caixa livre à disposição dos gestores por receio de haver desvios (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Em se tratando da variação do crescimento da receita, esta apresenta contribuição sobre a distribuição de dividendos. Apesar de nem toda a receita se tornar lucro para que haja distribuição de dividendos, uma vez que os custos e despesas podem ser de tal ordem que consumam as receitas e não reste lucro satisfatório para ser distribuído, mas para as empresas analisadas a variação no crescimento da receita propiciou maior distribuição de dividendos. A questão central é que o crescimento das vendas seria um indicativo de crescimento das empresas e aliado a isso, a maior distribuição de dividendos quando há crescimento das vendas pode sinalizar que, de fato, a saúde financeira e o desempenho corporativo da empresa estão sendo congruente e positivo (SALSA, 2010).

Em seguida, observou-se efeito significativo em duas das variáveis relativas à persistência dos dividendos: o  $PAYOUT_{t-1}$  e  $VAR.DIV_{t-2}$ . A distribuição de dividendos passados apresenta efeito inverso sobre a distribuição atual. Ou seja, distribuição de dividendos no passado não significa que haverá distribuição no presente. Isso indica que em termos de valores a serem distribuídos, quanto maior for a distribuição de dividendos no passado, não necessariamente haverá maior distribuição no presente. Pode-se argumentar que o valor da distribuição no presente é mais influenciado pelas decisões presentes e ao conjunto de fatores macroeconômicos e de gestão passados e presentes do que ao valor distribuído no ano anterior. Por outro lado, se a variação dos dividendos do ano anterior e do segundo ano anterior for positiva, há indicativo de que haja distribuição de dividendos no presente. Ou seja, valores maiores de distribuição no ano passado não repercutem em maior distribuição no presente, mas se a variação das distribuições de dividendos nos dois anos anteriores for positiva, há forte indicativo que haverá distribuição de dividendos no ano presente (LEITE; BOGONI; HEIN, 2019). Os investidores não podem se deixar seduzir por firmas que distribuam altos valores de dividendos em um ano, mas que não mantenham uma distribuição positiva ao longo dos anos, pois ganhos anormais podem ocorrer em algum ano, mas a persistência (marcada pela variação positiva dos dividendos ao longo dos anos) possui um maior poder sinalizador de que haja maior distribuição no presente. Além disso, conforme Salsa (2010), a distribuição de dividendos tende a ser elevada nos períodos que antecedem o

declínio das empresas, por isso do cuidado com ganhos anormais e falta de política de perenização de dividendos.

## 5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve o objetivo de identificar se fatores como persistência dos dividendos, poder dos acionistas e governança corporativa pode influenciar a distribuição de dividendos das empresas atuantes no setor de Tecnologia da Informação (TI) no período de 2010 a 2017. Buscou-se proporcionar avanços na temática da política de dividendos, destacando o fato de ser um tema que ainda persistem lacunas e falta de consenso no conhecimento de seus fatores e efeitos; além de ser realizada uma investigação das empresas do setor de TI, o qual não havia sido abordado por literatura anterior, mesmo tratando-se de um setor importante da economia. A amostra do estudo é de sete empresas do setor de TI listadas na B3, perfazendo um total de 56 observações no período de 2010 a 2017.

A variável dependente utilizada no estudo trata *Payout*, a distribuição de dividendos. Por sua vez, as variáveis independentes são relativas a fatores como a persistência dos dividendos, o poder dos acionistas e a adoção voluntária de práticas mais rígidas de governança corporativa (GC). Para a análise empregou-se um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo, que teve por variável dependente o indicador *Payout*.

Os resultados da pesquisa indicaram que, de fato, alguns fatores se apresentaram como determinantes da distribuição de dividendos. No modelo de regressão com dados em painel, os resultados evidenciaram que a existência de acordo entre os acionistas, a adesão voluntário ao segmento do Novo Mercado (NM) e a distribuição de dividendos do ano anterior apresentaram efeito inverso sobre a distribuição de dividendos no presente. Por tanto, é possível inferir que os acionistas, mesmo reunidos de forma colegiada, não exercem uma maior pressão para que os lucros sejam distribuídos em um maior volume de dividendos do que retidos para financiar os investimentos da organização, contrariando a hipótese associada à teoria do Pássaro na mão. Quando à adoção voluntária de práticas mais rígidas de GC, esta seguiu a linha da hipótese atrelada a teoria da Agência, de forma que melhores práticas de GC e gestão mais eficiente reduziria a desconfiança dos acionistas em permitir que os administradores tenham maior volume de recursos internos para gerir. Quanto a persistência, ela apresentou efeito dúbio, uma vez que quando se considera a distribuição de dividendos do ano anterior, esta apresentou efeito inverso sobre a distribuição atual de dividendos; contudo, quando se analisou a variação do crescimento do valor distribuído de dividendos nos anos anteriores, este apresentou contribuição positiva sobre a distribuição atual. Esse resultado alerta aos investidores e pesquisadores sobre manter certo nível de prudência em relação ao poder sinalizador dos dividendos, uma vez que distribuições anormais podem ocorrer em alguns anos (dando a ilusão de que a empresa tem uma alta performance), porém a organização pode não ter um histórico de distribuições de dividendos ao longo dos anos. Portanto, não se pode afirmar que distribuição de dividendos no passado, possa repercutir em retornos no futuro. Há certo efeito de sinalização, mas não se pode generalizar para previsibilidade certa.

Uma das variáveis de controle apresentou efeito significativo e positivo, a variação no crescimento das receitas. Apesar de o senso comum indicar que maior receita poder significar maior lucro e maior distribuição de dividendos, essa relação de eventos não é necessariamente verdade. Vale ressaltar que o incremento nas receitas pode ser acompanhado por maiores custos e despesas, podendo a taxa desses gastos ser maior que a taxa de crescimento das receitas. O que pode acabar consumindo a receita e os resultados. Mas apesar desse paralelo, observou que o incremento nas vendas passadas apresentou contribuição sobre a maior distribuição de dividendos no presente. Justamente para corresponder às expectativas dos

proprietários de que maior incremento nas vendas retornaria em maior volume de dividendos, as empresas podem trabalhar sua estrutura de custos e despesas para que, realmente, haja uma maior distribuição para condizer com as expectativas dos acionistas.

Como sugestões para pesquisas futuras, indica-se a utilização de mais variáveis independentes, notadamente aprofundando a questão da estrutura de propriedade (reconhecer quem são os acionistas e se, a depender do perfil do acionista pode haver maior influência sobre a distribuição de dividendos), ampliar a compreensão de governança corporativa (GC) para um índice de GC, considerando as especificidades e atuais melhores práticas sugeridas pela literatura especializada; também pode ser incluídas novas variáveis associadas à persistência dos dividendos ao longo dos anos. Indica-se que pode ser proveitoso fazer uma análise de outros setores da economia, além de se ampliar a amostrar para um horizonte temporal mais largo. Podendo, assim, a investigação ser estendida para uma comparação dos determinantes da política de dividendos com outros mercados globais e trazer mais informações sobre esse tipo de política no âmbito organizacional das empresas.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, L. A. G.; TAVARES, F. O.; PEREIRA, E. T. Determinante da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162–181, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2LhOqw8>>. Acesso em: 30 mar. 2018.
- ALVES, F.; AMARAL, M. A. do; RONKOSKI, J. Ativo intangível e capital intelectual em empresas de Tecnologia da Informação (TI). **Memorial TCC: Caderno da Graduação**, v. 2, n. 1, p. 116–129, 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2CKO5QS>>. Acesso em: 30 mar. 2019.
- BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968–979, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2LX8oO6>>. Acesso em: 25 jul. 2018.
- BRIDI, M. A. O setor de tecnologia da informação: o que há de novo no horizonte do trabalho? **Revista de Ciências Sociais**, n. 41, p. 277–304, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2oQtWSh>>. Acesso em: 30 mar. 2019.
- CARNEIRO, F. L.; LANA, H. A. Isenção do imposto de renda sobre as sociedade anônimas de capital aberto - uma regra anti-isonômica? **Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário**, v. 13, n. 1, p. 130–149, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2UHfgWW>>. Acesso em: 8 abr. 2019.
- CHIARELLO, T. C.; SILVA, T. P. da; NAKAMURA, W. T. Efeito das estratégias financeiras alinhado à política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 3, p. 432–452, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2InK6NX>>. Acesso em: 7 abr. 2019.
- CIRIBELI, J. P.; PAIVA, V. H. P. Redes e mídias sociais na internet: realidades e perspectivas de um mundo conectado. **Revista Mediação**, v. 13, n. 12, p. 57–74, 2011. Disponível em: <<https://bit.ly/2g8JFrb>>. Acesso em: 20 fev. 2019.
- DALFOVO, M. S.; LANA, R. A.; SILVEIRA, A. Métodos quantitativos e qualitativos: um resgate teórico. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, v. 2, n. 4, p. 1–13, 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/2v1nlXQ>>. Acesso em: 15 out. 2017.
- DIAS, L. **O que significa TI?** Disponível em: <<https://bit.ly/2QUJErK>>. Acesso em: 30 mar. 2019.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **The Review of Financial Studies**, v. 52, n. 1, p. 68–74, 1970. Disponível em: <<https://bit.ly/2LG5kcA>>. Acesso em: 30 mar. 2018.
- FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FONTELES, I. V. et al. Política de dividendos das empresas participantes do índice de

dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173–204, 2013.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. e. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167–180, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2U9wOa4>>. Acesso em: 8 abr. 2019.

GOBETTI, S. W. **Tributação do capital no Brasil e no mundo**. 1. ed. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2018.

GOMES, P. H. da C. P. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, p. 62–85, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2K7RgrK>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

GORDON, M. J. Dividends, earning and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99–105, 1959. Disponível em: <<https://bit.ly/2KcHFuV>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448–463, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2n0M7Un>>. Acesso em: 31 mar. 2018.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>>. Acesso em: 23 abr. 2017.

KAJOLA, S. O.; DESU, A. A.; AGBANIKE, T. F. Factors influencing dividend payout policy decisions of nigerian listed firms. **International Journal of Economics, Commerce and Management**, v. 3, n. 6, p. 539–557, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2mGdP8r>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

KRONBAUER, C. A. et al. Uma análise dos estudos sobre política de dividendos nos periódicos brasileiros no período de 2007 a 2012. **UNOPAR Científica Ciências Exatas e Tecnológicas**, v. 15, n. 2, p. 183–192, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2NY7gde>>. Acesso em: 30 ago. 2018.

LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB**, v. 7, n. 1, p. 205–221, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWaysj>>. Acesso em: 23 maio. 2018.

LEITE, M.; BOGONI, N. M.; HEIN, N. Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. **Revista Ambiente Contábil**, v. 11, n. 1, p. 58–76, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2uTDAXh>>. Acesso em: 8 abr. 2019.

LINS, B. F. E. A evolução da Internet: uma perspectiva histórica. **Cadernos ASLEGIS**, v. 48, p. 11–45, 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2T9VnXC>>. Acesso em: 20 fev. 2019.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97–113, 1956. Disponível em: <<https://bit.ly/2U16WwJ>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 52–66, 2006. Disponível em: <<https://bit.ly/2Lfxabi>>. Acesso em: 24 jul. 2018.

MELO, F. J. de; FONSECA, M. W. da. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 137–164, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2uw1Fmo>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961. Disponível em: <<https://bit.ly/2sCJLgM>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. De. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

RABELO, G. B. et al. A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 162–182, 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/nGKfNp>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

RAMPERSHAD, A.; VILLIERS, C. de. The association between dividends and accruals quality. **Australian Accounting Review**, v. 29, n. 1, p. 20–35, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2IqnpZt>>. Acesso em: 19 mar. 2019.

REBOUÇAS, N. A.; ALMENDRA, R. S.; VASCONCELOS, A. C. de. Políticas de dividendos em empresas do setor elétrico. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, p. 308–328, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2G9f3nr>>. Acesso em: 8 abr. 2019.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23–40, 1977.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Encontros Científicos**, n. 6, p. 162–174, 2010. Disponível em: <<http://www.scielo.mec.pt/pdf/ec/n6/n6a15.pdf>>. Acesso em: 12 abr. 2019.

SANTOS, J. F. dos; GALVÃO, K. da S. Política de Dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista FAE**, v. 18, n. 1, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWfv9A>>. Acesso em: 25 jun. 2018.

SCHONS, C. H. O volume de informações na internet e sua desorganização: reflexões e perspectivas. **Informação & Informação**, v. 12, n. 1, p. 1–16, 2007. Disponível em: <<https://bit.ly/2IpLEs4>>. Acesso em: 26 nov. 2018.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C.; TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 29, p. 179–202, 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2Vw2jMR>>. Acesso em: 15 out. 2018.

SILVA, S. F. da et al. Empresas que distribuem dividendos e adotam práticas de governança corporativa tem retornos anormais em suas ações? **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 2, p. 233–248, 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2WUpkcF>>. Acesso em: 7 abr. 2019.

SILVA, J. E. et al. Política de dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**, v. 11, n. 1, p. 77–97, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2Z1tUrg>>. Acesso em: 19 mar. 2019.

SOUSA, V. H. T. F. de; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S. Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. **Revista Capital Científico**, v. 16, n. 3, p. 81–94, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2LF9yRM>>. Acesso em: 31 jul. 2018.

SOUSA NETO, J. A. de et al. Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 4, p. 90–108, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2LNhf4r>>. Acesso em: 26 jul. 2018.

SPENCE, M. Job market signalling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355–374, 1973. Disponível em: <<https://bit.ly/2mXOtTZ>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

VAZ, P. As esperanças democráticas e a evolução da internet. **Revista FAMECOS**, v. 11, n. 24, p. 125–139, 2004. Disponível em: <<https://bit.ly/2El8woN>>. Acesso em: 17 dez. 2018.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; PONTE, V. M. R. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 25–44, 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2As2McN>>. Acesso em: 5 ago. 2018.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G. de; NUNES, A. Influência da política de dividendos no

valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326–339, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2mfhs5h>>. Acesso em: 24 jul. 2019.