

O Efeito das Dimensões de Governança Corporativa Sobre o *Payout* das Empresas Não Financeiras Brasileiras

Autoria: Moisés Araújo Almeida, Josete Florêncio dos Santos

Resumo

Os estudos sobre governança corporativa tiveram início com as discussões sobre a separação entre propriedade e controle e os conflitos de agência decorrentes do mesmo. Uma das formas de atenuar o problema de agência sugerida nos estudos é através do pagamento de dividendos. O objetivo deste artigo é verificar se as práticas de governança corporativa, mensuradas através de três dimensões de governança corporativa (transparência, composição e funcionamento do conselho e, controle e conduta) têm alguma influência sobre o *payout* dos dividendos das empresas não financeiras brasileiras listadas na Bovespa. A amostra foi constituída por 305 empresas e os dados foram obtidos através de fontes secundárias, em 2006. Resultados estatisticamente significativos mostram que as empresas com maiores níveis de transparência tendem a pagar maiores dividendos a seus acionistas. Entretanto, empresas com conselhos de administração mais aderentes às recomendações de boas práticas de governança corporativa, empresas mais endividadas e maiores também são mais avessas a distribuírem os lucros. Também, empresas mais eficientes em obter lucros com uso de seus ativos parecem pagar maiores dividendos, embora os resultados não tenham sido estatisticamente significativos.

1. Introdução

Os estudos sobre governança corporativa ganham maior relevância a partir dos anos oitenta, que inicialmente discutiam a separação entre propriedade e controle, bem como os conflitos de agência. Dessa forma, a governança corporativa visa atender não só aos interesses dos acionistas, mas também aos interesses da própria empresa.

As pesquisas relacionadas à governança que começaram a ter como foco esse conflito entre o principal e o agente, e a separação entre propriedade e controle, levaram à formulação da teoria da agência.

Nesse sentido, Carvalhal-da-Silva (2002) entende governança corporativa como um sistema de práticas visando minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia, e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa.

A Organização Econômica de Cooperação e Desenvolvimento (OECD, 2007) define governança corporativa como um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuam algum vínculo direto com a empresa. Já para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007), a governança corporativa é o sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva.

Nobili (2006) ainda esclarece que um sistema de governança corporativa engloba normas formais e informais, assim como práticas aceitas e mecanismos de fiscalização que devem ser adotados pelas empresas que desejem ser consideradas idôneas e transparente pelo mercado.

Assim, pode-se dizer que a governança corporativa compreende um conjunto de mecanismos com a finalidade de monitorar a gestão e o desempenho das organizações, buscando ainda alinhar os interesses dos acionistas ou proprietários.

Desta maneira, a governança corporativa contribui para o fortalecimento do mercado acionário uma vez que busca minimizar os potenciais problemas de agência existentes entre o

principal e o agente. Portanto, destacam-se os seguintes conflitos de interesse que são objeto de estudo da governança corporativa: entre os investidores (acionistas) e gestores, entre os próprios investidores (controladores e não controladores), e entre os acionistas e outras partes envolvidas, a exemplo dos credores.

Jensen (1986) enfatiza que pagar dividendos é uma forma de atenuar o problema de agência, pois, ao restringir o fluxo de caixa livre à disposição dos gestores, limita a sua capacidade de seguir uma agenda pessoal, às custas da maximização do valor dos acionistas.

O pagamento de dividendos é uma das formas que o acionista espera obter retorno ao investir na empresa. A política brasileira de pagamento de dividendos sofre influência das exigências legais, tais como o dividendo mínimo obrigatório, que busca dar uma maior proteção aos acionistas minoritários e deve ser pago após o encerramento do respectivo exercício social.

Futema, Basso e Kayo (2007) lembram que no Brasil os dividendos não são tributados e também há uma forma alternativa para a distribuição de lucros que é através dos juros sobre capital próprio. Dessa forma, sob o ponto de vista da empresa, os juros sobre o capital próprio podem ser interpretados como sendo dividendos, com a vantagem de serem dedutíveis do imposto de renda e da contribuição social. Entretanto, para os acionistas, os juros sobre o capital próprio estão sujeitos à tributação do imposto de renda retido na fonte.

Outro fator que também interfere na política de dividendos é a perspectiva de crescimento da companhia, ou seja, o pagamento de dividendos pode ser reduzido visando utilizar esses recursos para realizar novos investimentos. Na opinião de Paiva e Lima (2001), os acionistas vêem os dividendos como um indicativo do desempenho futuro da empresa. Nesse sentido, os estudos de Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) analisam a política de distribuição de dividendos verificando se ela é sinalizadora do desempenho futuro dos resultados da empresa, e concluem que não é possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de proventos aos acionistas tenha relação direta com a variação de lucratividade nos períodos subseqüentes a distribuição destes recursos.

Mota e Eid Junior (2007) observaram que as empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas, para assegurar ao mercado que não expropriam os acionistas minoritários, e preferem os dividendos e juros sobre o capital próprio às recompras de ações, pois são mais eficientes.

Especificamente, este artigo tem por objetivo verificar se as práticas de governança corporativa, mensuradas através do índice de governança corporativa, têm alguma influência sobre o *payout* dos dividendos das empresas brasileiras não financeiras listadas na Bovespa.

2. Governança Corporativa

A governança corporativa passou a ser discutida mais amplamente a partir da década de 1980, tendo sua origem nos chamados problemas de agência. A teoria da agência considera as relações entre os diversos agentes e a empresa e os custos decorrentes dos conflitos existentes, em função dos diferentes objetivos envolvidos. De acordo com Jensen e Meckling (1976), as relações entre o principal (o acionista ou o proprietário) e o agente (o gestor) relacionados à empresa são estabelecidas mediante contratos, através dos quais o principal delega ao agente o poder de decisão sobre sua propriedade. Entretanto, o problema central advindo desta relação é a possibilidade do agente assumir um comportamento oportunista na sua gestão, visando aumentar a sua satisfação pessoal, em detrimento dos interesses do principal.

As crises de governança corporativa apontam para o abuso de poder por parte dos agentes, que agiram com maior atenção a interesses próprios em detrimento aos interesses dos acionistas, comprometendo o desempenho da organização.

Observa-se que a essência do problema de agência é a separação de propriedade e controle, e diz respeito à dificuldade que o principal tem em assegurar que seus fundos não serão expropriados ou perdidos em projetos não atrativos. Segundo Shleifer e Vishny (1997), a expropriação é uma freqüente manifestação do problema de agência que os acionistas precisam se preocupar.

A separação de propriedade e controle entre principal e agente, por sua vez, demandou também novos mecanismos de monitoramento e de controle. Para o emprego da governança corporativa em uma organização, se faz necessário constituir um sólido sistema administrativo, que trabalhe em virtude do alinhamento dos interesses desses atores. Na opinião de Shleifer e Vishny (1997), a melhor solução é dar a um gerente altamente contingente incentivos contratuais de longo prazo para alinhar seus interesses com os dos investidores.

Portanto, o principal a fim de monitorar o desempenho dos agentes e de preservar seus interesses incorre em custos de agência. Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência serão gerados pela divergência entre o interesse do principal e os interesses dos acionistas externos. Segundo estes autores, os custos de agência podem ser definidos como a soma dos custos de acompanhamento assumidos pelos acionistas, mais os gastos para o comprometimento dos agentes e as perdas dos acionistas em função do comportamento divergente dos administradores.

Outro ponto destacado na literatura sobre governança corporativa diz respeito à concentração de propriedade. Segundo Shleifer e Vishny (1997), os grandes acionistas caracterizam o problema de agência quando eles têm interesse na maximização do lucro e controla os bens da firma para ter seus interesses respeitados.

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que a alta concentração traz benefícios ao permitir um maior e mais fácil monitoramento dos gestores por parte dos investidores, evitando a expropriação destes por parte daqueles. Em países com baixa proteção legal para os investidores, a concentração de propriedade é uma das formas de minimizar a possibilidade de expropriação dos acionistas por parte dos gestores. Entretanto, após certo nível de concentração de controle, o conflito de agência em evidência passa a ser o de acionistas controladores contra acionistas não-controladores.

Do ponto de vista dos minoritários, a concentração de propriedade, conforme afirmado por Jensen e Meckling (1976), como atenuadora de conflitos de agência nas empresas pode não ser a solução, sendo necessários outros mecanismos de governança corporativa para monitoramento e controle mais eficientes das práticas gerenciais.

Assim, quanto melhor for a estrutura de governança, melhor deve ser a qualidade das decisões da administração. Nesse sentido, o conselho de administração é apontado como principal elo entre propriedade e controle. A independência entre ambos pode garantir eficiência das atividades na administração onde o conselho de administração manter-se-ia essencialmente independente dos diretores executivos.

Sabe-se que a possibilidade de existência de possíveis conflitos de agência faz com que os investidores sejam mais cautelosos na aplicação dos recursos e busquem empresas que tenham melhores práticas de governança corporativa, para que não sejam expropriados pelos gestores e acionistas controladores.

Vários estudos já apontaram que boas práticas de governança corporativa podem afetar positivamente o valor da empresa. A literatura apresenta alguns princípios fundamentais da boa governança corporativa: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*), cumprimento das leis (*compliance*) e ética (*ethics*), tendo

como pilares básicos à propriedade (acionistas), o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e a Auditoria Independente (IBGC, 2007).

Para Quental (2007), a criação de mercados especiais dentro dos mercados de capitais locais é um mecanismo utilizado para mitigar a falta de regras legais de governança e proteção aos investidores, melhorar os níveis de transparência e divulgação de informações, e abrandar a abusiva expropriação dos acionistas minoritários.

Considerando que as empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual podem apresentar níveis diferentes de qualidade da governança corporativa, Silveira, Barros e Famá (2004) investigaram os determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. Os resultados obtidos pelos autores evidenciam que a concentração da estrutura de propriedade e controle, o desempenho, o tamanho e a emissão de ADRs influenciam a qualidade da governança corporativa. Por outro lado, foi observado que a separação entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa é prejudicial para a governança corporativa.

Kowalewski, Stetsyuk e Talavera (2007) analisaram 110 empresas da Polônia no período de 1998 a 2004, com 760 observações, e examinaram como os dividendos estão relacionados com os padrões de governança corporativa. Os resultados empíricos demonstram que a governança corporativa é um determinante importante na explicação da política de dividendos das companhias. Além disso, as companhias maiores e mais lucrativas, sem oportunidades de investimento, pagam mais dividendos.

Com a adoção das boas práticas de governança corporativa busca-se reduzir ou eliminar as possibilidades de expropriação ou reduzir os custos de agência, aumentando dessa forma o valor da organização e melhorando o seu desempenho, que pode ser traduzido para os investidores em pagamentos de dividendos mais elevados.

3. Estudos Empíricos sobre a Política de Dividendos no Brasil

A seguir são apresentados alguns dos estudos mais recentes realizados com as empresas brasileiras sobre política de dividendos.

Paiva e Lima (2001) buscaram evidências empíricas a respeito da influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das empresas através do estudo de comportamento dos níveis de distribuição de dividendos das companhias abertas brasileiras. Os testes realizados pelos autores não sustentam a hipótese de que a isenção tributária e a manutenção da alíquota sobre os ganhos de capital provocaram mudanças significativas na política de dividendos da companhia. Outra conclusão apresentada é que as companhias que pagaram juros sobre o capital próprio relativos aos exercícios de 1997 e 1998 apresentaram tendência de aumento no *payout* de dividendos, enquanto as companhias que não pagaram tenderam a um declínio no índice *payout*, embora, os testes estatísticos não conseguiram rejeitar a hipótese de inexistência de diferenças significativas entre os dois grupos.

Nessa linha de pensamento, Queiroz-dos-Santos et al. (2004) testam a influência da tributação na formação dos preços das ações nas datas ex-juros e ex-dividendos, considerando os efeitos das microestruturas de mercado constantes, durante os anos de 1996 a 2001. As evidências empíricas apresentadas demonstram que a queda nos preços das ações nos dias ex-dividendos e ex-juros não são provenientes exclusivamente da tributação.

Já Figueiredo (2002) investiga a relação entre alterações de dividendos e mudanças de ganhos futuros em empresas brasileiras, no período 1986-2000, e conclui que os resultados obtidos não fornecem evidências que suportem a hipótese do conteúdo informativo de

dividendos no Brasil, isto é, as alterações de dividendos não fornecem informações a respeito da lucratividade futura das empresas.

Também neste sentido, Silva e Brito (2003) mostra que as firmas mais lucrativas e menos endividadas distribuem maior valor na forma de dividendos e que as firmas mais lucrativas e que menos investem são as menos endividadas. Estes autores encontraram uma relação positiva entre dividendos e lucro provando que a lucratividade é fator decisivo e de maior importância para o pagamento de dividendos e, também, uma relação negativa entre dividendos e alavancagem.

Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007) analisaram os fatores determinantes das políticas de dividendos no Brasil e verificaram que firmas com boas oportunidades de crescimento tenderão a pagar menos dividendos e firmas maiores tenderão a pagar maiores dividendos, sob a hipótese que enfrentarão menor restrição de acesso ao financiamento bancário, assim como menores custos no caso de uma eventual emissão.

Firmino, Santos e Matsumoto (2004) buscam demonstrar se há preferência no mercado brasileiro por ações que pagam maiores dividendos e/ou juros sobre capitais próprios. Os resultados apontam que o anúncio do pagamento dos dividendos ou dos juros sobre capitais próprios, embora sinalizem um sobre preço em torno da data do anúncio, não acarreta retorno anormal acumulado ajustado ao mercado, e também não se confirma a preferência por ações com políticas de distribuição dividendos mais agressivas.

Por sua vez, Mota e Eid Junior (2007) observaram retornos anormais positivos para o valor das ações após elevações nos dividendos, e negativos após reduções, evidenciando que a política de dividendos cria valor para as empresas.

Já Novis Neto e Saito (2002) verificaram uma relação direta entre o *dividend yield* (retorno dos dividendos) e o retorno anormal acumulado nos preços das ações brasileiras no período pós-evento na análise efetuada entre 1998 e 2000. Entretanto, não foi encontrada evidência de que o tipo de controlador tenha influência sobre o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento de dividendos das ações analisadas, bem como quando foram comparadas as empresas privatizadas com as demais. Por outro lado, eles observaram que quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno anormal acumulado da ação.

No trabalho de Nossa e Nossa (2007) a preocupação é verificar o impacto da recompra de ações e da distribuição de dividendos na eficiência das empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2004. Eles concluem que tanto a distribuição de dividendos quanto a recompra de ações impactam positivamente no retorno sobre o ativo (ROA) das empresas, isto é, as empresas que distribuíram dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuíram dividendos, bem como as empresas que recompraram ações são mais eficientes do que as empresas que não recompraram ações.

Por outro lado, Silveira e Bellato (2006) verificaram a existência de uma possível relação entre a diferença de direito de controle (direito de voto) e direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total) em posse do acionista controlador e a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. Os autores encontraram uma relação negativa significativa estatisticamente entre o excesso de poder de voto dos acionistas controladores e a taxa de pagamento dos dividendos.

Futema, Basso e Kayo (2007) realizaram uma análise conjunta da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras para o período de 1995 a 2004. Os resultados desta pesquisa confirmaram que a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento. Verificou-se uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e distribuição de lucros, bem como entre a alavancagem e a lucratividade. Por outro lado, os resultados confirmaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a alavancagem e os investimentos. Outra constatação considerada relevante pelos autores é que a distribuição de lucros (dividendos e

juros sobre capital próprio somados) no Brasil ainda é muito baixa quando comparada com a americana, apesar da existência da obrigatoriedade de distribuição de lucros e da vantagem fiscal dos juros sobre o capital próprio.

Carvalho-da-Silva (2002) observou uma relação estatisticamente significativa entre estrutura de controle/propriedade e política de dividendos. Os resultados indicam há um baixo *payout* em empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador e em empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos do controlador; por outro lado, há um alto *payout* nas empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador.

Como se pode observar, os estudos já realizados sobre política de dividendos centralizam suas atenções em aspectos tributários, impacto sobre lucratividade (desempenho) e preço das ações, concentração de propriedade e estrutura de capital. Isso também justifica a relevância de realização de um estudo sobre política de dividendos que leve em consideração aspectos sobre a qualidade das práticas de governança corporativa.

4. Procedimentos Metodológicos

Universo, amostra e coleta de dados

A amostra utilizada compreendeu dados anuais históricos relativos às demonstrações financeiras encerradas em 31 de dezembro de 2006 publicadas pelas empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A amostra inicial era formada por 362 empresas, sendo eliminadas aquelas que durante a coleta de dados não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis, ficando 305 empresas como a amostra utilizada nesta pesquisa.

Os dados foram obtidos através de fontes secundárias, coletados diretamente do Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Bovespa e através do Infoinvest disponíveis para o final de 2006.

Modelo, Tratamento Estatístico, Definição de Variáveis e Análise dos Dados

A estratégia metodológica adotada foi adaptada de Kowalewski, Stetsyuk e Talavera (2007), para a amostra desta pesquisa. O método estatístico usado compreende uma regressão múltipla do tipo seção transversal para o ano de 2006, com o seguinte modelo geral de pesquisa:

$$PAYOUT = \beta_0 + \beta_1 DIGC_i + \beta_2 ROA + \beta_3 ALAV + \beta_4 TAM$$

Onde:

Variável dependente:

- *Distribuição dos dividendos (PAYOUT)*: obtido através do quociente entre o valor dos dividendos e o lucro líquido. Os juros sobre capital próprio também foram considerados como dividendos.

Variáveis explicativas:

- *Dimensão de governança corporativa (DIGC_i)*: pode ser cada uma das três dimensões de governança corporativa (transparência, composição e funcionamento do conselho, e controle e conduta) que compõem um índice de governança corporativa utilizado por Santos (2005), que baseou-se no trabalho de Leal e Carvalho-da-Silva (2004), para as empresas listadas em bolsa. Este índice é resultado da soma da pontuação das respostas

para 14 perguntas de um questionário (0 ou 1), obtidas exclusivamente por meio de dados secundários diretamente pelo pesquisador. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança entre 0 e 14. O questionário está subdividido em três dimensões que visam avaliar as práticas de governança corporativa, quais sejam: transparência ou *disclosure*, composição e funcionamento do conselho, e controle e conduta. A dimensão *transparência* (DISC), com 5 questões, verificou o seguinte: se os relatórios financeiros eram disponibilizados dentro do prazo legal; se a empresa utilizava métodos de contabilidade internacional; se a empresa auditora independente era empresa de auditoria global; se existe divulgação da remuneração do diretor geral e membros do conselho; e se o parecer das empresas de auditoria independente era sem ressalvas. A dimensão *composição e funcionamento do conselho* (CONS), com 4 questões observou: se havia distinção entre presidente e diretor do conselho; se a composição do conselho era formada por membros externos e independentes; se número de membros do conselho estava de acordo com o recomendado pelo código do IBGC(entre 5 e 9 membros) e, se a duração do mandato de seus membros era igual a 1 ano, como recomenda o código citado. A dimensão *controle e conduta* (CONT), com 5 questões, considerou: se havia investigação ou condenação pela CVM no ano pesquisado; se grupo controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto; a porcentagem das ações sem direito a votos menor que 20% do capital total; se o tipo de controle da empresa era direto; e, se não existia acordos de acionistas. Espera-se que cada dimensão de governança corporativa tenha uma relação positiva com o *payout*.

- Retorno sobre os ativos da empresa (ROA): obtido através do quociente entre o lucro operacional e o ativo total, conforme utilizado por Santos (2005). Espera-se que quanto maior for o ROA, mais dividendos serão pagos aos acionistas.
- Alavancagem (ALAV): calculada através do quociente entre total de dívidas da empresa em relação ao ativo total. É esperada a existência de uma relação negativa entre alavancagem e *payout*.
- Tamanho (TAM): tamanho da empresa, mensurado através do logaritmo do ativo total. Espera-se que exista uma relação positiva entre tamanho da empresa e *payout*.

Para análise dos dados, foram utilizados os aplicativos estatísticos *E-Views 5.1* e *Statistica 7.0*. Foram empregadas técnicas econométricas de regressão linear múltipla com estimação por máxima verossimilhança (ML - *Censored Extreme Value*) para o ano estudado. Este método de máxima verossimilhança estima os valores dos parâmetros da distribuição que maximiza a função de verossimilhança, que é baseada na função densidade de probabilidade para uma dada distribuição (CRAMER, 1986).

5. Discussão dos Resultados

As variáveis do estudo apresentam as seguintes estatísticas descritivas, como pode ser visto na tabela 1. Por estes resultados podemos dizer que em cada dimensões de governança corporativa pelo menos uma empresa obteve pontuação máxima. Vale salientar que considerando todas as dimensões conjuntamente, formou-se o índice de governança corporativa de cada empresa e que nenhuma delas atingiu os 14 pontos (máximo). A pontuação média obtida foi de 8,577 para a amostra analisada, sendo que o valor mínimo foi de 2 pontos e o máximo de 13 pontos.

Pelo resultado apresentado na tabela 2, que apresenta a matriz de correlação das variáveis do estudo, observa-se que dentre as variáveis de governança, existe correlação

estatisticamente significativa entre as dimensões transparência ou *disclosure* (DISC) e composição e funcionamento do conselho (CONS).

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Estatísticas descritivas para as variáveis *distribuição dos dividendos* (PAYOUT), *transparência* ou *disclosure* (DISC), *composição e funcionamento do conselho* (CONS), *controle e conduta* (CONT), *Retorno sobre os ativos* (ROA), *Alavancagem* (ALAV), *Tamanho* (TAM) das empresas de capital aberto brasileiras. Os dados foram obtidos no sistema DIVEXT da CVM e Economática para 2006.

| VARIÁVEIS | Número de Observações | Média | Mediana | Mínimo | Máximo | Desvio Padrão |
|-----------|-----------------------|----------|---------|----------|--------|---------------|
| PAYOUT | 305 | 3,5886 | 0,1837 | 0 | 980,4 | 56,14 |
| DISC | 304 | 3,2993 | 4 | 0 | 5 | 1,17 |
| CONS | 304 | 1,8092 | 2 | 0 | 4 | 1,09 |
| CONT | 305 | 3,4295 | 3 | 2 | 5 | 0,86 |
| ROA | 304 | -12,7294 | 0,0369 | -3777,78 | 6,8 | 216,67 |
| ALAV | 305 | 0,1677 | 0,1123 | -0,05 | 1,8 | 0,22 |
| TAM | 305 | 13,0614 | 13,2514 | -4,71 | 19 | 2,46 |

A variável tamanho (TAM) apresentou correlação estatisticamente significativa e positiva com duas dimensões de governança corporativa (DISC e CONS) e com o retorno sobre os ativos (ROA). Entretanto, apresentou correlação significativa e negativa com a dimensão controle e conduta (CONT).

Tabela 2: Matriz de correlação

A tabela apresenta as correlações entre as variáveis: *distribuição dos dividendos* (PAYOUT), *transparência* ou *disclosure* (DISC), *composição e funcionamento do conselho* (CONS), *controle e conduta* (CONT), *Retorno sobre os ativos* (ROA), *Alavancagem* (ALAV), *Tamanho* (TAM) das empresas de capital aberto brasileiras. Os dados foram obtidos no sistema DIVEXT da CVM e Economática para 2006.

| Variáveis | PAYOUT | DISC | CONS | CONT | ROA | ALAV |
|-----------|--------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------|
| PAYOUT | 1 | | | | | |
| DISC | 0,04 | 1 | | | | |
| CONS | -0,04 | 0,37 | 1 | | | |
| CONT | 0,04 | -0,07 | 0,02 | 1 | | |
| ROA | 0 | -0,03 | 0,04 | -0,04 | 1 | |
| ALAV | -0,04 | 0,03 | 0 | 0,09 | 0,04 | 1 |
| TAM | 0 | 0,37 | 0,18 | -0,11 | 0,42 | -0,08 |

Obs.: Nível de significância de 5% para os valores em destaque.

Os principais resultados da pesquisa são apresentados na tabela 3. Cada coluna corresponde a uma regressão distinta realizada com uso de estimadores de Máxima Verossimilhança (ML - *Censored Extreme Value*). O *PAYOUT* é a variável dependente onde procura-se analisar o efeito da qualidade das práticas de governança corporativas sobre o pagamento de dividendos das empresas. Espera-se que o retorno da política de governança seja revertido em pagamento de dividendos a seus acionistas.

Os resultados desta tabela mostram que a dimensão transparência (DISC) manteve-se estatisticamente significativo ao nível de 1% em todos os modelos. A dimensão composição e funcionamento do conselho (CONS) apresenta uma relação negativa em todos modelos e não

teve significância estatística apenas no modelo IX. E a dimensão controle e conduta (CONT) não apresentou resultados consistentes. Isto mostra que a empresas com maior *transparência* pagam maiores dividendos, assim como as empresas com maior qualidade das práticas relacionadas ao seu *conselho* de administração.

Tabela 3: Efeitos isolados e aos pares das dimensões do índice de governança corporativa sobre o *Payout* dos dividendos

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos das dimensões de governança corporativa sobre o pagamento de dividendos das empresas de capital aberto, em 2006. O *Payout* é a variável dependente e as variáveis explicativas são: transparência (DISC), composição e funcionamento do conselho (CONS), dimensão controle e conduta (CONT), retorno sobre os ativos (ROA), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM). Todas variáveis estão definidas no item 4. ***, **, *, representam valores estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

| PAYOUT | | | | | | | | | |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| Variáveis | (I) | (II) | (III) | (IV) | (V) | (VI) | (VII) | (VIII) | (IX) |
| DISC | | 60,970*** | 96,427*** | 54,088*** | 56,111*** | 27,066*** | 63,552*** | 73,540*** | 27,066*** |
| CONS | -27,309** | | -61,978*** | | | | -33,952** | -47,092*** | -16,259 |
| CONT | 17,308 | 13,658 | | -6,706 | -2,773 | -16,259 | | | |
| ROA | 0,171 | 0,311 | 0,259 | | 0,462 | 0,201 | | 0,228 | 0,201 |
| ALAV | -205,229*** | -216,296*** | -254,731*** | -152,416** | | -208,705*** | -137,872** | | -208,705*** |
| TAM | 1,304 | -17,006*** | -11,579*** | -12,548** | -15,271*** | | -11,878*** | -12,881*** | |
| Observações | 303 | 303 | 303 | 304 | 303 | 303 | 303 | 303 | 303 |
| Left censored a zero | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 |

O retorno sobre o ativo total manteve com sinal positivo, embora não tenha apresentado significância estatística. Já a alavancagem apresentou uma relação negativa e significativa em todos os modelos, denotando que empresas menos endividadas pagam maiores dividendos. As empresas maiores pagam menos dividendos, sugerindo que elas devem ter maiores oportunidades de investimento, quando forem lucrativas. Este resultado mostrou-se consistente em quase todos modelos, entretanto, esta influência do tamanho das empresas só não se mostrou estatisticamente significativo no modelo I.

Na tabela 4 apresenta os resultados dos modelos onde as três variáveis que representam a qualidade das práticas de governança corporativa são consideradas conjuntamente. Os resultados mostram que as medidas de dimensão do índice de governança corporativa transparência (DISC) e composição e funcionamento do conselho (CONS) foram consistentes em relação aos modelos analisados antes, mantendo-se estatisticamente significativas em todos dos modelos. Já a dimensão controle e conduta (CONT), mais uma vez, não apresentou resultados consistentes.

Tabela 4: Efeitos simultâneos das dimensões do índice de governança corporativa sobre o Payout dos dividendos

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos das dimensões de governança corporativa sobre o pagamento de dividendos das empresas de capital aberto, em 2006. O *Payout* é a variável dependente e as variáveis explicativas são: transparência (DISC), composição e funcionamento do conselho (CONS), dimensão controle e conduta (CONT), retorno sobre os ativos (ROA), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM). Todas variáveis estão definidas no item 4. ***, **, *, representam valores estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

| PAYOUT | | | | | | | |
|----------------------|-----------|------------|-------------|-----------|------------|------------|-------------|
| Variáveis | (I) | (II) | (III) | (IV) | (V) | (VI) | (VII) |
| DISC | 63,914*** | 75,158*** | 53,761*** | 64,045*** | 44,461*** | 46,221*** | 99,746*** |
| CONS | -33,888** | -48,888*** | -65,454*** | -36,703** | -38,234*** | -51,218*** | -67,573*** |
| CONT | -5,069 | 9,176 | 4,326 | -10,147 | -24,36 | -17,594 | 39,976*** |
| ROA | | 0,35 | 0,206 | | | 0,238 | 0,31 |
| ALAV | -134,281* | | -298,541*** | | -132,924** | | -321,210*** |
| TAM | -10,784** | -15,395*** | | -10,938** | | | -21,308*** |
| Observações | 304 | 303 | 303 | 304 | 304 | 303 | 303 |
| Left censored a zero | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 |

As demais variáveis que medem o desempenho (ROA) e o nível de alavancagem (ALAV) mantiveram-se consistentes com os resultados anteriores. Entretanto, variável tamanho (TAM) apresentou uma melhora nos seus resultados, apresentado uma relação negativa estatisticamente significativos em todos as novas situações.

6. Considerações Finais

Este artigo teve por objetivo verificar se as práticas de governança corporativa, mensurado através das dimensões de governança corporativa, influenciam o *payout* dos dividendos das empresas brasileiras não financeiras listadas na Bovespa.

Os resultados mostram que a dimensão transparência (DISC) manteve-se positiva e estatisticamente significativa em todos os modelos e dimensão composição e funcionamento do conselho (CONS) manteve-se negativamente relacionada ao pagamento dos dividendos. Isto sugere que empresas com conselhos mais adequados ao que orientam os códigos de boas práticas de governança corporativa não são favoráveis a maiores distribuições de lucros das empresas através dos dividendos, possivelmente visando oportunidades futuras de maximizar a riqueza daqueles a quem representa – os acionistas.

As questões relacionadas à organização da estrutura de propriedade e controle da empresa, retratada na dimensão controle e conduta (CONT), não apresentaram resultados que permitissem conclusões sobre seus efeitos sobre o pagamento dos dividendos.

As empresas que têm melhores desempenhos contábeis parecem pagar maiores dividendos, o que é já esperado pelos investidores, pois esta a forma deles receberem os retornos dos seus investimentos sem precisar se desfazer de suas participações na empresa. Por outro lado, empresas mais endividadas e maiores parecem que não são propensas a distribuírem os resultados da empresa para seus acionistas, em maiores proporções. Possivelmente reaplicam seus resultados em outros projetos de investimentos da empresa. No caso do endividamento pode-se entender que estas empresas procuram ser mais cautelosa em distribuir dividendos como forma de capitalizar-se para evitar problemas para cumprir com as obrigações assumidas.

Para estudos posteriores, recomenda-se que este estudo seja aplicado com as mesmas variáveis com um painel de dados de vários anos, como objetivo testar a consistência dos resultados. Recomenda-se ainda que também sejam incluídas outras variáveis a fim de identificar se elas também influenciam o *payout* de dividendos, como também verificar se as relações das variáveis de governança corporativa com o *payout* têm causalidade reversa.

Referências

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **IGC e o Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 28 jun. 2007.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. 137 f. **Tese de Doutorado**, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Cartilha de Governança**. Rio de Janeiro. Jan./ Jun. de 2002.

CRAMER, J. S. **Econometric Applications of Maximum Likelihood Methods**. Cambridge University Press, Cambridge, 1986.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva. Evidências Empíricas dos Fatores Determinantes das Políticas de Dividendos das Firms Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. O Conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2002.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos; GARCIA, Fabio Gallo; TAMBOSI FILHO, Elmo. Dividendos e juros sobre o capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

FIRMINO, Adilson Luiz Gomes; SANTOS, Alex Gama Queiroz dos; MATSUMOTO, Alberto Shiguero. Dividendos Interessam? Uma Constatação Empírica Recente sobre a Relevância da Política de Dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002). In:

ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2004.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. A Estrutura de Capital, os Dividendos e os Juros Sobre Capital Próprio: Evidências Empíricas no Caso Brasileiro de 1995 a 2004. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Manual de Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 28 jun. 2007.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1976. <http://ssrn.com/abstract=94043>

KOWALEWSKI, Oskar; STETSYUK, Ivan; TALAVERA, Oleksandr. **Corporate Governance and Dividend Policy in Poland**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986111>. Acesso em: 12 dez. 2007.

MOTA, Daniel Camarotto; EID JUNIOR, Willian. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

NOBILI, Carolina Brandão. Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro: uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Fama & French. 2006. 55 f. **Dissertação de Mestrado** – Curso de Administração, COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

NOSSA, Valcemiro; NOSSA, Sylvania Neris. O impacto da Distribuição de dividendos e da Recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004). In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. Dividends Yields e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro. In: ENCONTRO DA ANPAD, 26, 2002, Salvador. **Anais**. Salvador: ANPAD, 2002.

ORGANIZAÇÃO ECONÔMICA DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>>. Acesso em: 28 jun. 2007.

PAIVA, José Wagner Morais de; LIMA, Álvaro Vieira. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1., 2001, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2001.

QUENTAL, Guilherme de Araujo Jorge. Investigação dos Impactos da Adesão de Empresas Brasileiras aos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. 2007. 68 f. **Dissertação de Mestrado**, COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2007.

QUEIROZ-DOS-SANTOS, Alex Gama Queiroz dos et al. O Comportamento dos Preços das Ações nos Dias Ex-dividendos e Ex-juros sobre Capital Próprio na Bolsa de Valores de São Paulo. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2004.

SANTOS, Joséte Florêncio dos. Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa. 143 f. **Tese de Doutorado**, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2005.

SANTOS, Joséte Florêncio dos; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Práticas de Governança em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2. Junho/1997.

SILVA, Júlio César G. da; Ricardo D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida para o Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Qualidade de Governança Corporativa no Brasil e os Fatores que a Determinam. In: ENCONTRO DA ANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BELLATO, Leticia Lancia Noronha. Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Política de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2006.