

***Dividend Payout e Governança Corporativa: Um Estudo em Empresas Listadas na
BM&FBovespa***

ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal

LUIZA BETÂNIA FASOLIN

Faculdade Educacional de Dois Vizinhos

BRUNA LOZANO SIQUEIRA

Universidade Estadual de Mato Grosso do Sul

MARIA MARGARETE BACCIN BRIZOLLA

Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul

ROSEMAR JOSÉ HALL

Universidade Federal da Grande Dourados

Resumo

As características de Governança Corporativa são identificadas como as principais determinantes da distribuição de dividendos das organizações, pois a essência da Governança Corporativa é o de garantir que os acionistas recebam os retornos sobre seus investimentos. Por este motivo, esta pesquisa teve por objetivo verificar a relação das características de Governança Corporativa com o *dividend payout* das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental. A população do estudo compreendeu em 258 companhias não financeiras de capital aberto da BM&FBovespa, apenas 42 organizações compuseram a amostra, que apresentavam todas as variáveis necessárias para análise, no período de 2010 a 2013. Foram utilizados cinco mecanismos de Governança Corporativa, tamanho do conselho de administração, independência do conselho, número de reuniões do conselho, participação acionária dos *insiders* e a dualidade do diretor. Além disso, foram utilizados como variáveis de controle o tamanho da empresa, a rentabilidade, alavancagem e crescimento. Para a análise dos dados utilizou-se a análise descritiva e a regressão de dados em painel. Os achados indicam que a independência do conselho de administração apresentou uma relação positiva e significativa com o *dividend payout*, uma vez que os membros independentes tendem a proteger os interesses dos acionistas, exigindo um maior pagamento de dividendos aos mesmos. O tamanho do conselho, o número de reuniões do conselho, a participação acionária dos *insiders* e a dualidade do CEO, não demonstraram uma relação significativa para o *dividend payout*. Quanto as variáveis de controle, a rentabilidade da empresa apresentou uma relação negativa para o *dividend payout*, ou seja as organizações menos rentáveis são susceptíveis a pagar mais dividendos aos seus acionistas. Por fim, o tamanho da empresa, alavancagem e crescimento não apresentaram uma relação significativa com o *dividend payout*.

Palavras chave: *Dividend Payout*, Governança Corporativa, Desempenho Econômico-financeiro.

1 INTRODUÇÃO

A partir do estudo de Miller e Modigliani (1961) que analisaram a política de dividendos, o crescimento das empresas e a valorização de ações, várias teorias foram propostas para defender seus pressupostos de mercados de capitais perfeitos. Uma teoria fundamental que tem sido extensivamente analisada na literatura e recebeu evidências de apoio é a Teoria da Agência. De acordo com Jensen (1986), a política de dividendos é determinada por custos de agência decorrentes da divergência entre propriedade e controle. A política de dividendos refere-se ao resultado de uma decisão dos gestores da empresa quanto à parcela de lucro que poderá ser distribuída aos acionistas, após uma parte ser retida pela entidade (Fonteles et al. 2012).

Conforme Jensen (1986), devido aos custos de agência, os gerentes podem nem sempre adotar uma política de dividendos que busque a maximização de valor para os acionistas. Ao contrário, eles podem escolher uma política de dividendos que maximiza os seus próprios benefícios privados. O pagamento de dividendos é utilizado como forma de reduzir os conflitos de agência, reduzindo a quantidade de fluxo de caixa livre, o que poderia ser utilizado pelos gestores para os seus benefícios privados, em vez de para maximizar a riqueza dos acionistas (Jensen, 1986).

Outra forma de diminuir os conflitos de agência é por meio de mecanismos de Governança Corporativa. A Governança Corporativa se fortificou com o avanço do mercado de capitais, com o intuito de solucionar problemas nas empresas, como a falta de transparência, a estrutura de propriedade e o conflito de agência entre agente e principal (Sanda, Garba & Mikailu, 2009). A adoção de boas práticas de Governança Corporativa ajuda na redução da assimetria informacional entre os *stakeholders*, valorizando as ações e ativos das empresas e aumentando o grau de confiabilidade (Erfurth & Bezerra, 2013). Por isso, a ligação entre Governança Corporativa e política de dividendos é fundamentada no conhecimento de que uma boa Governança Corporativa motiva a gestão a seguir uma política de dividendos que busque maximizar a riqueza dos acionistas (Abor & Fiador, 2013).

Diante desse contexto, o presente estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a relação das características de Governança Corporativa sobre o *dividend payout* das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa? O objetivo da pesquisa é verificar a relação das características de Governança Corporativa com o *dividend payout* das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Em um mercado com assimetria informacional, a política de dividendos é empregada pelos gestores para propagar uma informação adicional que só eles detêm. Chamada de sinalizadora, esta informação incentiva à política de distribuição de dividendos, com o intuito de repassar ao mercado a confiança que os gestores possuem em favorecer a empresa (Salsa, 2010).

As características de Governança Corporativa são identificadas como as principais determinantes da distribuição de dividendos das organizações, pois a essência da Governança Corporativa é a de garantir que os acionistas recebam os retornos sobre seus investimentos (Bokpin, 2011; Abor & Fiador, 2013), justificando assim a realização desta pesquisa que busca verificar o efeito da Governança Corporativa nas políticas de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. O estudo se justifica ainda pelos resultados deste estudo, pois fornece evidências empíricas sobre o impacto que os mecanismos de Governança Corporativa e do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras possuem no pagamento de dividendos aos acionistas, em um mercado no qual as organizações possuem mecanismos diferentes de outros países.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A revisão da literatura deste estudo aborda os principais conceitos relacionados à teoria da agência, juntamente com conceitos de Governança Corporativa e políticas de dividendos, além de estudos anteriores.

2.1 Teoria da Agência

Os pesquisadores Berle e Means (1932) utilizaram a abordagem de Adam Smith (1776) sobre a separação entre a estrutura de propriedade e o controle, devido aos novos requisitos de capital levar as empresas a possuírem vários proprietários. Nesta nova situação econômica, tanto proprietários como os gestores são motivados pelas oportunidades de ganhos, havendo assim, conflitos de interesses entre os administradores e os proprietários do capital. A pesquisa realizada por Spence e Zeckhauser (1971) discutiu a estrutura de remuneração dos gestores (agente), com o intuito de alinhar seus interesses com os dos proprietários ou acionistas (principal).

Os primeiros estudos a propor, explicitamente, a Teoria da Agência, e para realmente começar a sua criação, foram de Ross (1973) e Mitnick (1973), de forma independente e lançados mais ou menos ao mesmo tempo. O estudo de Ross (1973) é responsável pela origem da teoria econômica da agência, e Mitnick (1973) para a teoria institucional da agência, embora os conceitos básicos sejam subjacentes a abordagens são semelhantes.

Todavia, foi pelo trabalho de Jensen e Meckling (1976) que emergiu a Teoria da Agência, sendo considerado um clássico por ter abordado principalmente questões financeiras e econômicas desses conflitos de interesses, que resultaram na Governança Corporativa. A Teoria da Agência tem como pressuposto básico que os seres humanos possuem uma racionalidade limitada e são propensos ao oportunismo e interesses próprios (Eisenhardt, 1989).

A Teoria da Agência procura explicar as relações contratuais entre os membros de uma entidade, considerando que estes são motivados praticamente por comportamentos de autointeresse (Nossa, Kassai & Kassai, 2000). Ela possibilita analisar as relações entre os participantes de um sistema, em que a propriedade e o controle das ações pertencem a pessoas (atores) distintas, considerando que esta relação dá margem para o surgimento de conflitos devido à existência de diferentes interesses entre os atores (Jensen & Meckling, 1976). A incompatibilidade de interesses a partir de objetivos conflitantes é um dos principais problemas relacionados com o principal e o agente, juntamente com a dificuldade de o principal verificar se o agente está agindo de acordo com os interesses da companhia (Eisenhardt, 1989).

O conflito de agência está embasado na questão da assimetria de informações, pois na vida de uma organização raramente a informação completa fica disponível para todas as partes, surgindo o problema de agência. O desafio é estruturar um acordo para induzir os agentes a servir os interesses do principal, mesmo quando ele não observa suas ações e informações (Pratt & Zeckhauser, 1985). Cada relatório financeiro dentro da empresa representa uma oportunidade para obter ganhos com informação privada, aumentando assim a assimetria informacional (Fu, Kraft & Zhang, 2012), que é entendida como informações incompletas que são fornecidas ao principal pelo agente (Nascimento & Reginato, 2008).

Para evitar o conflito de agência é necessário o alinhamento de interesses entre o principal e o agente. Nesse sentido, é de responsabilidade do principal criar mecanismos de incentivo e controle do comportamento do agente, para que ocorra uma convergência nos objetivos, permitindo o monitoramento do processo decisório em toda a empresa, reduzindo os problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

Um dos mecanismos utilizados pelas entidades para controlar os conflitos de agência e alinhar os interesses entre o principal e o agente é por meio da Governança Corporativa, que será abordada no tópico seguinte.

2.2 Governança Corporativa e Políticas de Dividendos

O termo Governança Corporativa surgiu nos Estados Unidos em 1991 (Andrade & Rosseti, 2006). Entretanto, sua origem se assenta fundamentalmente nos escritos de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), acerca dos problemas oriundos da separação entre a propriedade e o controle, o chamado conflito de agência. A Governança Corporativa surge para criar um conjunto eficiente de mecanismos de incentivos e monitoramento, controlando a gestão dos recursos e assegurando que o comportamento dos gestores esteja sempre alinhado com o interesse do acionista (Harris & Townsend, 1981; Silva, 2005).

De acordo com o IBGC (2010), Governança Corporativa envolve relacionamentos entre diretoria, conselho de administração, investidores e órgãos de controle. É um sistema pela qual as entidades são incentivadas, dirigidas e monitoradas com o intuito de preservar e melhorar o valor da entidade, contribuindo para a continuidade da atividade e facilitando seu acesso aos recursos.

O papel da governança é assegurar a conformidade dos princípios contábeis geralmente aceitos nos relatórios financeiros, mantendo a credibilidade das demonstrações contábeis societárias (Lin & Wang, 2010). Erfurth e Bezerra (2013) afirmam que a Governança Corporativa utiliza conceitos como transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) com o objetivo de minimizar conflitos de interesse entre os *stakeholders*, para que a entidade se torne mais confiável na divulgação de informações aos usuários internos e externos.

Uma boa Governança Corporativa ocorre quando o conselho de administração procura proteger os interesses dos acionistas, com características importantes como o tamanho do conselho, sua composição e o papel do CEO (Abor & Fiador, 2013). Um conselho de administração grande possui a tendência de submeter à gestão a um maior controle e acompanhamento (John & Senbet, 1998). Uma alta proporção de conselheiros externos é suscetível de aumentar a independência do conselho da empresa para uma melhor qualidade nas decisões corporativas, assim como, a diretoria e o conselho no controle do mesmo indivíduo reduz a eficácia da gestão (Fama & Jensen, 1983).

Os conflitos de agência podem ser minimizados com o pagamento de dividendos aos acionistas, facilitando o monitoramento do desempenho e das atividades das organizações no mercado de capitais (Fama & Jensen, 1983; Easterbrook, 1984). Para Lintner (1956) o pagamento de dividendos é resultado de um processo de decisão dentro das empresas.

A política de dividendos é resultado de uma pressão eficaz realizada pelos acionistas minoritários para forçar os *insiders* a pagar dividendos (La Porta et al. 2000). Os autores descobriram que em países com mais proteção do investidor, existe o pagamento de dividendos mais altos. Logo, acreditam que há um aumento de dividendos quando o ambiente de Governança Corporativa é melhor.

A pesquisa desenvolvida por Adjaoud e Bem-Amar (2010), investigaram a relação entre a qualidade da Governança Corporativa e política de dividendos de 714 empresas canadenses, listadas na bolsa de Toronto, no período de 2002 a 2005. Foram utilizados como mecanismos de Governança Corporativa a composição do conselho, questões societárias e de remuneração, as questões de direitos de acionistas e política de divulgação de Governança Corporativa. Os achados da pesquisa demonstram que a composição do conselho de administração e a política de direitos dos acionistas estão positivamente relacionados com a taxa de dividendos pago aos acionistas. Além disso, uma associação positiva entre o tamanho

da empresa, o nível dos fluxos de caixa livres e pagamentos de dividendos. Por fim, uma relação negativa entre o risco da empresa e o pagamento de dividendos.

A investigação de Bokpin (2011) verificou a relação entre estrutura de propriedade, Governança Corporativa com o pagamento de dividendos de empresas listadas no *Ghana Stock Exchange* (GSE). Por meio de uma regressão de dados em painel, 23 empresas foram analisadas em um período de 2002 a 2007. Os resultados sugerem que a propriedade de ações detidas por estrangeiros influencia significativamente, de forma positiva, no pagamento de dividendos entre as empresas do GSE. Constatou-se também que o tamanho do conselho de administração tem um efeito estatisticamente positivo. Entretanto, não encontrou uma relação significativa entre a propriedade dos *insiders*, independência do conselho, número de reuniões do conselho, a dualidade do CEO com o desempenho de dividendos. Os resultados também indicam que as empresas altamente alavancadas irão reduzir significativamente o valor pago aos acionistas.

O objetivo do estudo de Singhanía e Gupta (2012) foi identificar os determinantes da política de dividendos de empresas indianas listadas na *National Stock Exchange*, no período de 2000 a 2010. Os resultados sugerem que o tamanho e o crescimento da empresa são determinantes significativos da política de dividendos das empresas na Índia. O endividamento, a rentabilidade e a idade da empresa não foram significativos no cenário indiano e, desta forma os resultados fazem negar algumas teorias.

Os pesquisadores Abor e Fiador (2013) analisaram o efeito da Governança Corporativa sobre a política de pagamento de dividendos das empresas na África subsaariana. Utilizando uma amostra composta por 27 empresas do Gana, 177 empresas da Nigéria, 51 empresas do Quênia, e 270 empresas da África do Sul, cobrindo o período de 1997-2006, por meio de uma regressão de dados em painel. Os resultados mostram que a independência e o tamanho do conselho de administração impactam de forma positiva sobre o pagamento de dividendos no Quênia e Gana, respectivamente. A propriedade institucional influencia positivamente a distribuição de dividendos nas organizações sul-africanas e quenianas. No caso da Nigéria, todas as medidas de Governança Corporativa mostram efeitos significativamente negativos sobre a distribuição de dividendos. Os resultados sugerem claramente que, no que diz respeito à África do Sul, Quênia e Gana, boas estruturas de Governança Corporativa acarretam em um maior pagamento de dividendos aos acionistas, provavelmente devido ao fácil acesso e baixo custo do financiamento externo.

Mansourinia et al. (2013) investigaram o efeito do tamanho do conselho de administração, a independência do conselho e a dualidade do CEO na política de dividendos das empresas listadas na Bolsa de Teerã. Para esta finalidade, foram analisadas 140 empresas no período de 2006 a 2010, por meio da regressão de dados em painel de modelo de efeitos fixos. Os resultados demonstraram que existe uma relação significativa e positiva entre o tamanho do conselho de administração e política de dividendos. Mas a relação significativa entre as variáveis independência do conselho e a dualidade do CEO com a política de dividendos das empresas não foi encontrada.

O estudo de Nuhu (2014) examinou os fatores que determinam a distribuição de dividendos em Gana. A amostra para o estudo foi elaborada a partir de 30 empresas listadas na Bolsa de Valores de Gana de 2000 a 2009. O estudo usou o modelo de regressão de dados em painel para estimar os determinantes do pagamento de dividendos. Os resultados mostram que, a rentabilidade, lucratividade, tamanho do conselho de administração, independência do conselho, alavancagem e tipo de auditoria são importantes determinantes do pagamento de dividendos das empresas de Gana. Os resultados deste estudo são consistentes com a Teoria da Sinalização e Teoria da Agência.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo caracteriza-se inicialmente quanto ao objetivo como uma pesquisa descritiva, que conforme Gil (2008, p. 27) “[...] têm como objetivo a descrição das características de determinada população. Podem ser elaboradas também com a finalidade de identificar possíveis relações entre variáveis”. Neste sentido, este estudo busca verificar o efeito das características de Governança Corporativa sobre o *dividend payout* das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, caracteriza-se como uma pesquisa documental, que de acordo com Marconi e Lakatos (2010, p. 157) “[...] é que aquela em que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, seja escritos ou não, [...]. Estas podem ser feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois.” Assim, os dados utilizados para análise foram retirados das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2010 a 2013, extraídos do banco de dados da *Thomson One Banker* e dos formulários de referência das empresas disponível no sítio da BM&FBovespa. Optou-se pelo período inicial de 2010, uma vez que foi o ano que se iniciou a publicação obrigatória dos formulários de referência.

A população do estudo é composta pelas organizações listadas na BM&FBovespa, exceto as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades, perfazendo um total de 258 companhias. Em decorrência dos períodos analisados, a amostra da pesquisa compreendeu 42 empresas, que foram as que apresentaram todas variáveis necessárias para análise, compreendendo um total de 168 observações. As variáveis utilizadas para a análise da pesquisa foram as mesmas utilizadas pelos estudos anteriores, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Mensuração	Fonte
Painel A – Variável Dependente		
<i>Dividend Payout</i> (%)	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}} \times 100$	<i>Thomson One Banker</i>
Painel B – Variáveis Explicativas		
Conselho de Administração	Número total de membros no conselho de administração.	Formulário de referência / item 13.2
Membros Independentes	$\frac{\text{n}^\circ \text{ de membros independentes}}{\text{n}^\circ \text{ de membros no conselho}}$	Formulário de referência / item 12.6/8
Reuniões do Conselho de Administração	Número de reuniões do conselho de administração por ano.	BM&FBovespa
Participação Acionária dos <i>Insiders</i>	Percentual de ações com os membros do conselho de administração.	Formulário de referência / item 13.5 e 15.1/2
Dualidade do Diretor	<i>Dummy</i> . Atribui-se 1 a empresa em que o cargo de CEO e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa e 0 caso ao contrário.	Formulário de referência / item 12.6/8
Painel C – Variáveis de Controle		
Tamanho	Log do ativo total da empresa.	<i>Thomson One Banker</i>
Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	<i>Thomson One Banker</i>
Alavancagem	$\frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Total}}$	<i>Thomson One Banker</i>
Crescimento	$\frac{\text{Preço de Mercado - Fim do ano}}{\text{Valor Contábil por Ação}}$	<i>Thomson One Banker</i>

Fonte: Elaborado pelos autores.

No que tange à abordagem dada ao problema de pesquisa, este classifica-se como quantitativo. Martins e Theóphilo (2009, p. 107) descrevem que a pesquisa quantitativa

“envolve coleta, classificação, sumarização, organização, análise e interpretação de dados”. Posteriormente, o pesquisador pode “tratar os dados através da aplicação de métodos e técnicas da Estatística”, procedendo a análise e a interpretação dos dados. Para a análise dos dados foram realizadas as análises descritiva e regressão de dados em painel por meio do *software* estatístico *STATA*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o propósito de responder ao objetivo de verificar a relação das características de Governança Corporativa sobre o *dividend payout* das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, foi realizada uma regressão de dados em painel. Inicialmente, para análise dos dados, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. O resultado da estatística descritiva é apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 Estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo – 2010 a 2013

Variáveis	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Painel A – Dependente					
<i>Dividend Payout (%)</i>	2010	69,940	4,240	30,781	15,955
	2011	83,830	8,240	40,650	18,206
	2012	86,760	6,070	36,661	19,690
	2013	89,720	1,980	41,854	20,588
Painel B – Variáveis Explicativas					
Conselho de Administração	2010	14	3	7,381	2,152
	2011	14	3	7,619	1,975
	2012	15	3	7,643	2,184
	2013	11	3	7,643	1,764
Membros Independentes	2010	0,833	0,000	0,185	0,242
	2011	0,900	0,000	0,225	0,255
	2012	0,667	0,000	0,236	0,221
	2013	0,833	0,000	0,257	0,240
Reuniões	2010	30	1	11,476	6,493
	2011	21	1	10,286	5,223
	2012	25	1	10,786	5,920
	2013	28	1	12,071	6,679
<i>Insiders (%)</i>	2010	99,36	0,00	17,95	28,23
	2011	99,37	0,00	18,05	28,63
	2012	99,37	0,00	18,30	28,89
	2013	99,37	0,00	18,73	28,81
<i>Dualidade</i>	2010	1	0	0,238	0,431
	2011	1	0	0,214	0,415
	2012	1	0	0,214	0,415
	2013	1	0	0,143	0,354
Painel C – Variáveis de Controle					
Tamanho	2010	4,617	2,411	3,388	0,569
	2011	4,686	2,455	3,464	0,563
	2012	4,708	2,415	3,503	0,571
	2013	4,749	2,540	3,560	0,557
Rentabilidade	2010	19,950	2,120	10,367	4,515
	2011	16,050	1,820	9,154	3,812
	2012	20,570	3,550	9,503	4,435
	2013	37,360	2,950	9,720	5,897
Alavancagem	2010	58,910	0,000	25,402	15,631
	2011	56,860	0,000	27,431	15,644
	2012	57,870	0,000	26,666	14,905
	2013	57,310	0,000	28,368	14,749

Crescimento	2010	24,710	0,480	2,942	3,826
	2011	15,450	0,380	2,313	2,442
	2012	21,400	0,280	3,053	3,410
	2013	12,670	0,370	2,519	2,137

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente, explicativas e controle da amostra de empresas. A amostra corresponde em 42 empresas ao longo de um período de quatro anos, 2010 a 2013. No geral, o *Dividend Payout* apresentou um valor médio de 30,48% a 42,31%, com um mínimo e máximo de 1,98% e 89,72%, respectivamente. O desvio-padrão demonstra uma homogeneidade entre as empresas, visto que foi menor que a média em todos os anos analisados.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 2, o tamanho do conselho de administração varia de 3 a 15 membros, em acordo com o aconselhado pelo IBGC, que é possuir um conselho de administração composto por 3 a 9 membros. Já a independência do conselho, algumas empresas não possuem membros independentes em todos os anos analisados, ao passo que no ano de 2011 ocorreu do conselho de administração ser composto por 90% de membros independentes. Além disso, ocorreu de que em algumas organizações os membros do conselho de administração se reunir apenas uma vez ao ano (2011 e 2013) e trinta vezes ao ano (2010), em média um total de onze vezes ao ano.

As ações detidas pelos *insiders* registos valor médio entre 11,91% a 22,64%, mas existem organizações no qual os *insiders* não possuem participações nas ações, ao passo que outras os *insiders* possuem 99,37% participação nas ações. Para o mecanismo de dualidade do cargo de CEO e presidente do conselho de administração, verifica-se que em sua maioria, os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da companhia (CEO) são exercidos por diferentes pessoas em todos os anos analisados.

Verifica-se ainda uma proximidade das empresas quanto ao seu tamanho em todos os anos analisados. Em relação à rentabilidade, que mede a eficiência que a empresa possui em gerar lucros a partir de seus ativos. Conforme a Tabela 2, as organizações pertencentes a amostra em todos os anos analisados, apresentaram valores positivos, ou seja todas as empresas conseguiram ter geração de lucro, excedendo o seu custo de capital. Além disso, as empresas apresentam similaridades para a rentabilidade.

Para a variável alavancagem, é perceptível que existem companhias com baixo endividamento (próximo a zero) bem como empresas com alto grau de endividamento. Verifica-se ainda que, em 2010 o endividamento máximo verificado era de 58% e em 2013 diminuiu para 57%. Esta variável corrobora com a concepção de uma amostra homogênea.

Por fim, para a variável crescimento que mede a relação entre o valor de mercado e o valor contábil por ação da empresa, observa-se uma disparidade do indicador entre as empresas, ou seja, algumas empresas apresentaram um valor contábil maior que o valor de mercado, pois seu indicador foi menor que 1, isso indica que algumas empresas estão desvalorizadas perante ao mercado, ao passo que existem empresas que estão valorizadas. O baixo crescimento pode significar que o valor das ações das empresas está mais barato em relação aos valores de liquidação de seus ativos, ou seja, suas ações estão desvaloriza.

Antes de rodar a regressão de dados em painel, foi aplicado os testes estatísticos de *F* de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para atender aos pressupostos. Primeiramente, o teste de *F* de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*POLS*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. Além do teste de *Chow*, foi aplicado o teste de *LM* de *Breusch-Pagan* para averiguar se a variância dos resíduos que refletem a diferenças individuais é igual (*POLS*) ou diferentes (efeitos aleatórios) de zero. Por fim, foi aplicado o teste de *Hausman*

para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios. Os resultados dos testes demonstraram que a técnica que melhor se aplica ao modelo é a de efeitos fixos. Os resultados da regressão de dados em painel são demonstrados na Tabela 3.

Tabela 3 Regressão de dados em painel (efeitos fixos)

Variáveis	Coefficiente	Estatística T	Probabilidade
Tamanho	17,597	1,206	0,230
Rentabilidade	-1,191	-2,874	0,005
Alavancagem	0,087	0,322	0,748
Crescimento	0,377	0,325	0,746
Conselho de Administração	-1,543	-1,262	0,210
Membros Independentes	18,894	1,905	0,049
Reuniões	0,490	1,315	0,191
Insiders	21,997	0,879	0,381
Dualidade	0,402	0,060	0,952
Constante	-17,783	-0,364	0,717
R²	0,673		
R² Ajustado	0,533		
Teste F/Wald	F = 2,31		
	Sig. F = 0,019		
Durbin-Watson	D-W = 2,239		
LM de Breusch-Pagan	X² = 11,40		
	Sig. X² = 0,000		
F de Chow	F = 3,18		
	Sig. F = 0,000		
Teste Hausman	X² = 30,59		
	Sig. X² = 0,000		

Fonte: Dados da pesquisa.

O poder explicativo individual de cada variável de controle testada indica que o “tamanho” não é significativo. Apesar de não ser significativa, a relação desta variável com o *dividend payout* é positiva, indicando que as grandes empresas são mais propensas a pagar um maior dividendo a seus acionistas. Além disso, as grandes empresas têm menor probabilidade de falência e, portanto, devem ser mais propensas a pagar dividendos (Nuhu, 2014). Este resultado apresenta indicativos para apoio as pesquisas realizadas em empresas do Canadá (Adjaoud & Bem-Amar, 2010), Gana (Bokpin, 2011), Nigéria (Abor & Fiador, 2013) e no Irã (Mansourinia et al., 2013) de que empresas maiores são capazes de distribuir dividendos mais elevados do que as empresas menores. Tais resultados precisam ser melhor explorados tendo em vista que a relação não foi significativa.

A rentabilidade, medida por meio do retorno do ativo total, aponta uma relação negativa e significativa com o *dividend payout*. Isso sugere que as empresas menos rentáveis são capazes de pagar mais dividendos. Este achado corrobora com o estudo de Fiador (2013) ao analisar as empresas do Quênia. A relação negativa deve-se ao fato que a maioria das empresas pertencentes a amostra, apresentaram uma rentabilidade menor que a média em todos os anos analisados e as mesmas pagaram altos *dividend payout* em comparação as demais.

Quanto a alavancagem, apresentou uma relação positiva com o *dividend payout*, porém não significativa. Os resultados sugerem que as empresas com altos níveis de endividamento tendem a pagar dividendos mais elevados, ao contrário do que é apresentado pelos estudos anteriores (Bokpin, 2011; Nuhu, 2014; Mansourinia et al., 2013), de que a dívida é susceptível de causar menos pagamentos de dividendos por causa de cláusulas restritivas e restrições relacionadas que podem ser impostas pelos detentores de dívida (Abor & Fiador,

2013). As pesquisas de Adjaoud e Bem-Amar (2010) e Singhania e Gupta (2012) encontraram uma relação negativa e significativa. Entretanto, necessita de maiores estudos, uma vez que a relação não foi significativa.

Segundo Singhania e Gupta (2012), as empresas com melhores crescimentos e oportunidades de investimentos, buscam manter seus fundos para o financiamento interno e, conseqüentemente, pagar menos dividendos. Estes resultados não foram respaldados nesta pesquisa, visto que a relação não foi significativa, além de ter apresentado um coeficiente negativo. Com base nos achados, empresas com maiores oportunidades de crescimento, normalmente pagam altos dividendos aos seus acionistas, contudo, necessita, de igual forma ao tamanho e a alavancagem, de maiores estudos.

Já para os mecanismos de Governança Corporativa, o conselho de administração não se demonstrou significativo e apresentou um coeficiente negativo. Apesar de não significativo, os resultados apontam que um maior número de membros no conselho de administração implica em um menor valor dos dividendos pagos aos acionistas. Este resultado negativo apresenta indicativos para os achados de Abor e Fiador (2013) das empresas da África do Sul, Nigéria e Quênia, porém, este aspecto precisa ser mais explorado, tendo em vista que a relação não foi significativa.

Para a independência do conselho de administração, os achados apresentaram uma relação positiva e significativa. Dessa forma, as empresas brasileiras com uma maior concentração de membros independentes, com base nos dados coletados, pagam um maior dividendo aos seus acionistas, quando comparado com aquelas que possui uma menor concentração. Esta pesquisa corrobora com os achados de Bokpin (2011), Abor e Fiador (2013) e Mansourinia et al. (2013). Conforme os autores, os membros independentes tendem a proteger os interesses dos acionistas, exigindo um maior pagamento de dividendos aos mesmos. Assim, a independência do conselho desempenha um papel importante no pagamento de dividendos em empresas brasileiras.

O número de reuniões do conselho, a participação acionária dos *insiders* e a dualidade do CEO, também não se demonstraram significativas para o *dividend payout*. Apesar de não significativos, os resultados apontam que empresas brasileiras ao qual os membros do conselho de administração se reúnem diversas vezes ao ano, em que os *insiders* possuam uma grande proporção de ações e o CEO é o presidente do conselho, pagam maiores dividendos aos seus acionistas. A relação positiva encontrada pelos *insiders* e pela dualidade é respaldada pelos estudos de Bokpin (2011) e Abor e Fiador (2013). Contudo, tais achados precisam ser melhores explorados, tendo em vista que a relação não foi significativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa verificou a relação das características de Governança Corporativa com o *dividend payout* das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. Da população de 258 companhias não financeiras de capital aberto da BM&FBovespa, apenas 42 organizações compuseram a amostra, que apresentavam todas as variáveis necessárias para análise, no período de 2010 a 2013.

Para a concretização da pesquisa foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) a caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) os testes de *F* de Chow, *LM* de Breusch-Pagan e Hausman para definir se deve ser utilizado o método *pols*, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de dados em painel; (iii) regressão por meio de dados em painel de efeitos fixos para verificar a relação das características de Governança Corporativa com o *dividend payout*.

Os resultados apontam que, a rentabilidade da empresa implica como um fator determinante no pagamento de dividendos aos acionistas. Com base nos achados, a rentabilidade da empresa apresentou uma relação negativa para o *dividend payout*, ou seja, as organizações menos rentáveis são susceptíveis a pagar mais dividendos aos seus acionistas. A relação negativa deve-se ao fato que a maioria das empresas pertencentes a amostra, apresentaram uma rentabilidade menor que a média em todos os anos analisados e as mesmas pagaram altos *dividend payout* em comparação as demais. As demais variáveis de controle testadas não apresentaram relação com o *dividend payout*.

A independência do conselho de administração, outro fator impactante no pagamento de dividendos, apresentou uma relação positiva e significativa. Desse modo, as empresas brasileiras com uma maior concentração de membros independentes, com base nos dados coletados, pagam um maior dividendo aos seus acionistas, quando comparado com aquelas que possuem uma menor concentração. Por fim, as demais variáveis de explicativas, ou seja, os mecanismos de Governança Corporativa testados no caso brasileiro não se mostraram relevantes para explicar o nível de pagamento de dividendos aos acionistas das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem a amostra.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a verificação da relação das características de Governança Corporativa com o *dividend payout* das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Destaca-se como limitação a utilização apenas de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis explicativas e de controle utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa em empresas financeiras, ou outro país para comparabilidade dos achados. Recomenda-se também a utilização de outras variáveis de Governança Corporativa e indicadores econômico-financeiros. Recomenda-se ainda, analisar por outra fórmula e dividendos, como por exemplo, o *dividend yield*.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa? *International Journal of Law and Management*, 55(3), 201-225.
- Adjaoud, F., & Ben Amar, W. (2010). Corporate Governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2006). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Chicago: Commerce clearing house, Inc. 1932. pp. xiii, 396.
- Bokpin, G. A. (2011). Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, I(1), 61-73.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-9.

- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(7), 57-74.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de Governança Corporativa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10 (1), 32-42.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fonteles, I. V., Peixoto Junior, C. A., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 23(3), 173-204.
- Fu, R., Kraf, A., & Zhang, H. (2012) Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 132-149.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas.
- Instituto brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. (2010). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Recuperado em 18 dezembro de 2014, em: <<http://www.ibgc.com.br>>.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economics Review*, 76(2), 323-339.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, K., & Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Lin, J. W., & Wang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: a meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 237-241.
- Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2010). *Fundamentos de metodologia científica*. São Paulo: Atlas.
- Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mitnick, B. M. (1973). Fiduciary Rationality and Public Policy: The Theory of Agency and Some Consequences. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1020859>.
- Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, Governança Corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- Nossa, V., Kassai, S., & Kassai, J. R. (2000). A Teoria do Agenciamento e a Contabilidade. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração. In: *Anais...* Florianópolis: Enanpad, SC, 24.
- Nuhu, E. (2014). Revisiting the Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 5(8), 230-238.
- Pratt, J. W., & Zeckhauser, R. J. (1985) *Principals and agents: an overview*. In: PRATT, J. W., & Zeckhauser, R. J. (Org). *Principals and agents: the structure of business*. Harvard Business School Press.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos*, 6, 162-174.
- Sanda, A. U., Garba, T., & Mikailu, A. S. (2009). Board independence and firm financial performance: evidence from Nigeria. *Working Paper*, Usmanu Danfodiyo University.
- Singhania, M., & Gupta, A. (2012). Determinants of corporate dividend policy: a Tobit model approach. *The Journal of Business Perspective*, 16(3), 153-162.
- Spence, M., & Zeckhauser, R. (1971). Insurance, information and individual action. *American Economic Review*, 61(2), 380-387.