

**REGULARIDADE NO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E GOVERNANÇA  
CORPORATIVA: ESTUDO EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS  
NA BM&FBOVESPA**

**REGULARITY OF DIVIDENDS PAYMENT AND CORPORATE GOVERNANCE: A  
STUDY IN TRADED COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA**

**Ramon Kael Benassi Bachmann**

Mestrando em Contabilidade pela UFPR

Analista Contábil da Bematech

E-mail: ramon\_bach@yahoo.com.br

**Sayuri Unoki de Azevedo**

Mestranda em Contabilidade pela UFPR

E-mail: sayuri.unoki@gmail.com

**Ademir Clemente**

Pós-doutor pela University of London

Doutor em Engenharia de Transportes pela UFRJ

Professor Adjunto da UFPR

Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico

CEP: 80.210-170 – Curitiba/PR – Brasil

E-mail: ademir@ufpr.br

**RESUMO**

O objetivo deste estudo é verificar qual a relação entre nível de governança corporativa e regularidade do pagamento de dividendos das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, entre 2001 e 2010. Empresas listadas na bolsa compuseram três amostras, segregadas conforme (i) pagamento de dividendos a acionistas ordinários, (ii) preferenciais ou (iii) dividendos totais pagos pela companhia. Para representar regularidade admitiu-se como métrica os coeficientes de variação (CV) das séries de pagamento de dividendos das companhias, no período analisado. Para os níveis de governança corporativa foram atribuídas duas métricas: uma simples (NG), atribuindo 1 ponto por ano de enquadramento em algum dos níveis, o que considera-os em termos de tempo de enquadramento; e outra ponderada (NGP), atribuindo 1 ponto por ano de enquadramento no Nível 1 (N1), 2 pontos por ano no Nível 2 (N2) e 3 pontos por ano no Novo Mercado (NM), considerando tempo de enquadramento no nível de governança e tipo de nível. Na análise dos dados utilizou-se correlações de *Pearson* para verificar qual o tipo de relação entre CV e NG e entre CV e NGP, ambos para as 3 amostras. Os resultados indicam que o tempo de enquadramento em qualquer nível de governança, exceto o tradicional, tem relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos, reafirmando possíveis gerenciamentos de resultados (*income smoothing*) em companhias não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento. Constatou-se também que o tipo de nível de governança corporativa guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

**Palavras-chave:** Regularidade; Pagamento de Dividendos; Governança Corporativa.

## ABSTRACT

The objective of this study is to examine what is the relation between the level of corporate governance and dividends payment regularity in traded companies listed on BM&FBOVESPA, over 2001 to 2010. Companies listed on stock exchange composed three samples, segregated according to (i) payment of dividends to common stockholders, (ii) preferential or (iii) total of dividends paid by the company. Coefficients of variation (CV) of the series of dividends payment from companies in the analyzed period were used as a metric to represent regularity. About the levels of corporate governance, were assigned two metrics: a simple (NG), giving 1 point per year that the company was framed at some level, which considers them in accordance with the time of framing; and another balanced (NGP), giving a point per year framed at Level 1 (N1), 2 points per year at Level 2 (N2) and 3 points per year in the New Market (NM), which considers the time of framing in the governance and the kind of level. In the analysis was used Pearson correlations to examine what is the type of relation between CV and NG and between NG and NGP, both for the three samples. The results indicate that the time of framing in some level of governance, except the traditional one, seem to be inversely related to the regularity of dividends payment, reaffirming possible income managements (income smoothing) in not framed companies or in companies that have been framed recently. It was also found that the kind of corporate governance level is related only with the regularity of dividends payment to preferential stockholders.

**Keywords:** Regularity; Dividends Payment; Corporate Governance.

## 1 INTRODUÇÃO

Com a economia capitalista e o desenvolvimento do mercado de capitais, a busca por investimentos externos por parte das empresas faz com que muitas busquem por alternativas para atrair capital. Nessa perspectiva, a governança corporativa contribui ao aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem o retorno sobre seu investimento, a partir de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o Conselho de Administração. Essa pulverização do mercado acionário trouxe ênfase ao tema da Governança Corporativa (SILVEIRA, 2002).

Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1996) definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores de capital garantem que obterão para si o retorno sobre o valor investido. La Porta, Lopez-de-Sinales e Shleifer (1999) corroboram que empresas de grande porte, porém com poucas garantias aos investidores, têm dificuldade de captação externa de recursos.

No Brasil o maior problema está entre os acionistas controladores e os minoritários, porém isso não exclui o problema existente entre gestores e acionistas. Silveira (2002) comenta que, com a separação da propriedade, a harmonização entre gestores e acionistas a partir dos mecanismos de Governança Corporativa, tem como objetivo solucionar o conflito de interesses existente entre ambos. Quando existe falta de transparência, informação e práticas de governança nas empresas percebe-se maior risco à falta de financiamento externo.

Alguns estudos demonstram que empresas com Governança Corporativa possuem maior distribuição de dividendos, que são percentagens pagas aos sócios, provenientes dos lucros auferidos pela empresa. Segundo Srour (2005), empresas pertencentes ao Nível 2 ou Novo Mercado, têm maior retorno em tempos de crise e possuem maior distribuição de dividendos. Em outro estudo, Almeida e Santos (2008) demonstraram a partir de uma amostra de 305 empresas não financeiras em 2006, que empresas aquelas que possuem maior nível de transparência tendem a pagar maiores dividendos aos acionistas.

Pinches (1987) comenta que empresas com maiores oportunidades de investimento ou crescimento caracterizam-se pela diminuição dos dividendos. Pode-se entender que, com base

em Fama e Babiak (1968), os dividendos tendem a acompanhar os lucros, porém de maneira mais uniforme, visto que são aumentados caso haja segurança para mantê-los em níveis altos. Para Damodaran (2002), a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa, e, segundo o mesmo autor, tende a optar entre o passivo tributário adicional que elas podem criar para alguns investidores e a sinalização potencial e os benefícios de fluxos de caixa livres resultantes do pagamento de dividendos (DAMODARAN, 2002).

O equilíbrio entre retenção de lucros, pagamento de dividendos e emissão de novas ações resulta na política de dividendos (BREALEY; MYERS, 1997). Sendo assim, a política de dividendos adotada pela empresa que determinará quanto e de que forma serão distribuídos e pagos os dividendos.

Diante das discussões acerca da política de distribuição de dividendos e da proteção necessária aos financiadores sobre o retorno do capital investido, a questão norteadora da presente pesquisa assim se anuncia: **Qual a relação entre nível de Governança Corporativa e a regularidade do pagamento de dividendos das companhias de Capital Aberto listadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2010?**

O objetivo do presente estudo é analisar a regularidade do pagamento de dividendos das empresas de Capital Aberto listadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2010 e verificar a associação com o nível de Governança Corporativa no qual a empresa é enquadrada.

A pesquisa justifica-se devido ao fato da necessidade de proteção ao capital investido por parte dos financiadores externos à companhia, visto que com o lançamento oficial em 2000 dos níveis de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA e a migração pelas empresas aos níveis em 2001, as boas práticas de Governança Corporativa determinam incentivos para restrição das ações dos controladores sobre os acionistas minoritários.

Este estudo está subdividido em 6 seções. Após esta introdução tem-se o referencial teórico sobre governança corporativa e política de dividendos, que embasa a pesquisa, seguido da metodologia, descrição e análise dos resultados e considerações finais.

## **2 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

De acordo com o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2002), a Governança Corporativa (GC) pode ser definida como um sistema em que organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, tendo com base o relacionamento entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Esta definição pode ser complementada com a de Carvalho da Silva (2006), em que consideita o conjunto de princípios e práticas que busca reduzir potenciais conflitos de interesse existentes entre os diferentes agentes da companhia (stakeholders). Governança Corporativa são as práticas e os relacionamentos entre os agentes, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital (IBGC, 2002).

Pode-se dizer que ética e Governança Corporativa andam sempre juntos. Uma empresa pode ter os melhores princípios de Ética e não ter boa Governança Corporativa, porém a recíproca não é verdadeira, ou seja, adotar boas práticas de GC também conduz à adoção de princípios éticos (IBGC, 2002).

Esse conjunto de princípios e práticas foi denominado Boas práticas de governança corporativa e convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2002). De modo operacional, a Governança Corporativa tem como função auxiliar o principal a estabelecer um sistema de monitoramento e incentivo que motive o agente a agir de acordo com o interesse do primeiro.

Vários fatores históricos auxiliaram para o nascimento da Governança Corporativa, dentre eles a formação e evolução do capitalismo e do mundo corporativo, o que fez com que as corporações aumentassem em tamanho e em poder. Esse aumento corporativo forçou a dispersão do capital de controle e a separação entre a propriedade e a gestão nas organizações, surgindo conflitos entre acionistas e gestores: os conflitos de agência. Com o objetivo de diminuir o conflito de agência nas organizações, surgiu a Governança Corporativa, que nos seus primeiros debates tratava de conflitos entre Acionistas e gestores, e em debates contemporâneos busca minimizar os conflitos entre acionistas controladores e minoritários. A Governança Corporativa está sustentada em quatro valores: (1) *Fairness* - senso de justiça, nunca beneficiar um *stakeholder* em detrimento a outro; (2) *Disclosure* - transparência nas informações; (3) *Accountability* - prestação responsável de contas; (4) *Compliance* - conformidade no cumprimento de normas reguladoras (LOPES DE CARVALHO; BUENO, 2007).

Governança corporativa é uma área de estudo com múltiplas abordagens. Uma das principais preocupações é garantir a aderência pelas empresas aos códigos de conduta pré-acordados, através de mecanismos que tentam reduzir ou eliminar os conflitos de interesse. No Brasil também ocorreram grandes marcos de Governança corporativa, divulgando ainda mais a importância dessa prática. Em 1999, o IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração) passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), lançando o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa: o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Em 2000, a BOVESPA lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os níveis têm exigências crescentes na adoção de práticas diferenciadas, e foram criados com o objetivo de destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de GC, sendo a adesão voluntária via contrato entre as partes. Em 2001, a BOVESPA criou o Índice de Governança Corporativa (IGC) com objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança.

As companhias, para estarem classificadas no Nível 1 da bolsa, devem apresentar melhorias no disclosure de informação ao mercado e promover a dispersão do controle acionário, além do atendimento de obrigações adicionais à legislação. No Nível 2, devem cumprir as exigências estabelecidas para o Nível 1 e, adicionalmente, adotar um conjunto de regras mais amplas de práticas de governança, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008).

O Novo Mercado constitui um segmento destinado à empresa para negociação de suas ações, em que o comprometimento em adotar medidas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira é fundamental. Para fazer parte do Novo Mercado, a empresa deve assinar um contrato que implica utilizar um conjunto de regras societárias mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira, possuindo apenas ações ordinárias (ações que possuem direito de voto). Esse conjunto de regras, denominadas boas práticas de governança corporativa, aumenta os direitos dos acionistas e melhora a qualidade das informações prestadas para os usuários externos (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008).

Segundo Lopes e Martins (2007), a Governança Corporativa é a linha de estudos em finanças em que os investidores cercam-se de inúmeros mecanismos com o intuito de proteção contra as ações dos administradores, sendo que o nível de proteção varia conforme o sistema legal no qual a empresa está inserida.

A Governança Corporativa trata dos problemas de agência existente na separação entre gerenciamento e finanças, em que o entendimento das boas práticas pode estimular grandes mudanças institucionais nas empresas. A principal questão da GC é como assegurar aos

financiadores que eles terão o retorno do investimento financeiro, pois estes vêem a GC como uma segurança do retorno do investimento, pois depositam seu capital e precisam estar seguros do recebimento do retorno sobre o capital (SHLEIFER; VISHNY, 1996).

A responsabilidade social que permeia o ambiente empresarial contemporâneo conduz ao surgimento de um modelo de empresa liderada por poucos acionistas controladores, com governança formal e acesso ao capital para executar suas estratégias, com maior qualidade na discussão estratégica, maior eficiência na tomada de decisões, melhor relacionamento com o mercado de capitais e órgãos reguladores, maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários e maior atenção para os *stakeholders* e para o exercício da cidadania.

Nessa vertente, vários instrumentos foram lançados. A CVM, em 2002, lançou sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. Em 2010, a Revista Capital Aberto, em parceria com o Fipecafi divulgam um estudo realizado, inovando ao trazer a público um anuário de Governança Corporativa. Nessa iniciativa, foi criada uma ferramenta prática indicativa de Governança Corporativa para as cem empresas mais negociadas na BM&FBOVESPA em 2010. Com esta evolução da Governança Corporativa, diversos manuais foram elaborados com o intuito de especificar as melhores práticas.

### 3 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Na medida em que as empresas recebem fluxos de caixa decorrentes de suas atividades é preciso decidir se o melhor a fazer é reinvestir os recursos na empresa ou repassá-los aos investidores. Caso opte-se pela distribuição aos investidores, é possível que isso ocorra através dos dividendos, recompra de ações, contratos a termo, entre outros (DAMODARAN, 2002).

Os dividendos são percentagens pagas aos sócios, dos lucros das empresas. Dessa forma, a decisão de dividendo condiciona-se por dois fatores principais: primeiramente é preciso que se realize resultado líquido positivo e, além disso, necessita-se de liquidez para efetivar o pagamento. Além disso, empresas com maiores oportunidades de investimento ou crescimento caracterizam-se pela diminuição dos dividendos (PINCHES, 1987). Para Damodaran (2002), esta é a lógica pela qual a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa. Sendo assim, maior estabilidade (maior fluxo de caixa) favorece a distribuição de dividendos, enquanto que maior oportunidade para a empresa desfavorece. Damodaran (2002) ainda elenca três principais fatores que afetam a distribuição de dividendos: diferenças no estágio de crescimento, uma vez que países que crescem mais geram maiores oportunidades de investimentos, fazendo com que as empresas diminuam a distribuição de dividendos; diferenças no tratamento tributário de país para país; e diferenças no controle das empresas, pois se o proprietário não administra o negócio, então a administração busca o acúmulo de fundos, pagando menos dividendos.

De forma geral, segundo Fama e Babiak (1968), os dividendos tendem a acompanhar os lucros, porém de maneira mais uniforme, já que só são de fato aumentados caso haja segurança para mantê-los em níveis altos. Brealey e Myers (2005) esclarecem que podemos distinguir certas empresas rentáveis observando se a distribuição de dividendos dela condiz com seus lucros, principalmente se isto for sustentado no longo prazo. Há, ainda, a visão negativa do mercado a respeito de quedas abruptas dos dividendos. Com isso, nota-se a relutância das empresas em modificar dividendos ao longo dos períodos. É o que Damodaran (2002) chama de "dividendos amarrados".

De forma resumida, conforme Gitman (2001) é possível identificar no mercado três políticas de dividendos: dividendos com índice de distribuição constante, o qual garante ao acionista repasse imediato de resultados obtidos; dividendos regulares, que se caracterizam

pela expectativa da empresa em pagar dividendos periodicamente, mantendo tal pagamento nos períodos futuros e, por fim, a distribuição de dividendos regulares mais baixos somados de um dividendo extra, quando possível.

Na teoria, a distribuição de lucros por parte das empresas é analisada por três escolas de pensamento muito distintas. A primeira, conhecida por Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos, afirma que os dividendos não são relevantes, pois não afetam o valor. Autores como Modigliani e Miller (1961) argumentam que, sob a hipótese do mercado perfeito e outras premissas, a política de dividendos não tem relevância e não influencia no preço e retorno das ações. Para eles, a capacidade de gerar lucros e o risco inerente a seus ativos é que determina se a empresa gerará valor ou não. Entretanto, Pinches (1987) defende que os pressupostos da Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos são muito restritivos quanto à realidade empresarial, havendo um conjunto de argumentos advindos de outras teorias a favor da não neutralidade da política de dividendos.

A segunda escola de pensamento enfatiza que os dividendos são ruins para o acionista médio já que criam desvantagens tributárias, resultando em valor menor. Trata-se da Teoria da Preferência Tributária, citada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662), a qual estabelece que “em virtude de os ganhos de capital de longo prazo estar sujeitos a impostos menos onerosos do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em lugar de distribuí-los como dividendos”.

Por fim, têm-se a Teoria do Pássaro na Mão, que coloca o pagamento de dividendos como algo bom, pois se supõe que os acionistas preferem o pagamento de dividendos por parte da empresa, mesmo que baixos, ao ganho de capital esperado. Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662), a “Teoria do Pássaro na Mão defende que o valor da empresa será maximizado por um alto índice de distribuição de dividendos, porque os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que os potenciais ganhos de capital”.

Portanto, a política de dividendos considerada ótima surge por balanceamento entre dividendos correntes e crescimento futuro, com o objetivo de maximizar o preço das ações da empresa. De acordo com González (1998, p. 72), “uma política de dividendos ótima pode ser a que integra, da melhor forma possível, a quantidade que será retida pela empresa e aquela a ser distribuída pelos acionistas na forma de dividendos”.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 422), “a decisão de pagamento de dividendos é importante porque determina o volume de lucro recebido pelos acionistas e o volume de fundos retido na empresa para fins de reinvestimento”. Logo, ressalta-se que o acionista, interessado substancialmente no crescimento da organização, independente de preferência por distribuição ou retenção de lucros, visa valorizações das ações originadas graças à criação de valor da empresa. Dessa maneira, devem-se analisar decisões de dividendos da empresa em termos de como cursos de atuação e padrões de comportamento dos dividendos afetam esse valor.

Apreende-se disso tudo, em sintonia com Damodaran (2002), que políticas de dividendos exigem optar entre passivo tributário adicional que elas podem criar para alguns investidores e a sinalização potencial e os benefícios de fluxos de caixa livres resultantes do pagamento de dividendos. Sendo assim, em determinados casos, a empresa pode optar por não aumentar ou pagar dividendos devido ao fato de que seus acionistas estão em faixas tributárias altas e são particularmente contrários a dividendos e, em outros casos, com maior estabilidade, aumentos de dividendos poderão ocorrer.

#### 4 METODOLOGIA

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, bibliográfica e documental, com coleta de dados secundários. Quanto à abordagem do problema é predominantemente quantitativa. Foram selecionadas as empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

A escolha dessas empresas considerou que as mesmas podem ser enquadradas em níveis de governança corporativa estabelecidos pela bolsa. Tais empresas são obrigadas a divulgar valores relativos a pagamento de dividendos aos acionistas ao longo do tempo e os níveis de governança corporativa criados pela BM&FBOVESPA são evidenciados todo ano por empresa, viabilizando este estudo.

Para o levantamento de dados relativos a pagamento de dividendos recorreu-se ao *software* Economática®. Já as informações relativas aos níveis de governança de cada companhia foram solicitadas por *e-mail* à bolsa, que prontamente disponibilizou uma planilha com informações sobre governança corporativa por empresa, desde 2001, quando do início dos enquadramentos nos níveis criados.

Para verificar a regularidade de pagamento de dividendos de cada companhia, foi preciso criar uma série com valores de dividendos pagos neste período de 10 anos (2001 a 2010). Não se utilizou os valores de dividendos pagos advindos da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), pois tal demonstração contábil passou a ter sua divulgação obrigatória apenas a partir de 2008 em decorrência da Lei 11.638/07.

A demonstração contábil obrigatória antes de 2008, no lugar da DFC, era a Demonstração das Origens e Aplicações dos Recursos (DOAR). Porém constatou-se que esta não apresentava os dividendos efetivamente pagos, mas sim os “dividendos propostos”, ou seja, valores deliberados em Assembleia, os quais não se aplicam para fins deste estudo. Logo, a possibilidade de utilizar valores de DFC e DOAR foi descartada.

Assim, foram coletados os valores de dividendos pagos por ação e a quantidade de ações *outstanding* por empresa, de 2001 a 2010. Para calcular os dividendos pagos bastou multiplicar tais valores.

Constatou-se que nem todas as empresas possuíam observações nos 10 anos da série. Portanto, após o cálculo dos dividendos pagos, verificou-se a quantidade de anos sem valores disponíveis, por empresa. Obteve-se a média de 8,20 anos sem valores.

Para eliminar as empresas que possam prover de dados não representativos de uma série para fins de verificação de regularidade de pagamento de dividendos, adotou-se como critério a média supracitada para determinar as empresas a serem excluídas da amostra, restando apenas aquelas com quantidade de observações suficiente ao longo dos 10 anos.

Logo, dada a média de 8,20 anos, foram mantidas apenas as companhias com menos de 8 anos sem informações. A intenção foi obter amostra um pouco menor, porém mais conservadora em termos de qualidade de dados para observação de regularidade de pagamento de dividendos.

Depois de filtradas as companhias com informações consistentes para o estudo segregaram-se os valores obtidos por tipo de ação, ou seja, ordinária (ON) ou preferencial (PN). Portanto, foram estabelecidas 3 amostras: dividendos pagos a acionistas ordinários, com 210 empresas; dividendos pagos a acionistas preferenciais, com 182 empresas; e a terceira considerando ambos, ou seja, dividendos totais pagos pela companhia, com 219 empresas.

O próximo passo foi calcular o desvio padrão amostral da série de dividendos pagos de cada empresa, em cada amostra (ON, PN, ON e PN). A média também foi calculada. Dividindo o desvio-padrão pela média, obteve-se o coeficiente de variação da série de cada empresa. Tal procedimento permite verificar menor regularidade de pagamento de dividendos, quanto maior for o coeficiente de variação; e maior regularidade, quanto menor

for o coeficiente. Dessa forma, o coeficiente de variação (CV) foi estabelecido como métrica para representar a variável “Regularidade de Pagamento de Dividendos” em cada amostra.

Para representar os níveis de Governança Corporativa das empresas ao longo dos 10 anos, atribuiu-se a princípio, para cada empresa, 1 ponto por ano de enquadramento em algum dos níveis. Isto permite verificar diferenças entre empresas tradicionais e aquelas enquadradas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, conforme tempo de adesão ao(s) nível(is).

Em segunda análise, considerou-se 1 ponto por ano de enquadramento no Nível 1; 2 pontos por ano de enquadramento no nível 2; e 3 pontos por ano de enquadramento no Novo Mercado. Este procedimento possibilita verificar diferenças entre empresas de acordo com o(s) nível(is) no(s) qual(is) foi enquadrada além do tempo de enquadramento em cada nível. As empresas tradicionais ao longo dos 10 anos receberam nota 0 para o nível de governança. Portanto, nas 3 amostras, cada companhia teve duas pontuações que representaram a variável “Nível de Governança Corporativa”: uma pontuação normal (NG) e outra ponderada (NGP).

Caso a empresa tenha aderido ao nível de governança no meio ou no final do ano, considerou-se que naquele ano a companhia estava enquadrada, recebendo o(s) ponto(s). Este procedimento justifica-se, pois a empresa antecipa-se à informação oficial da BM&FBOVESPA quanto à sua adesão no sentido de iniciar práticas reconhecidas no nível de governança alguns meses antes de ser efetivamente enquadrada.

## 5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a primeira análise das bases de dados, selecionou-se, nas 3 amostras montadas, as observações relativas ao Coeficiente de Variação (CV) e as informações relativas ao Nível de Governança Corporativa (NG). Com auxílio do *software* SPSS 18.0 realizou-se Correlação de *Pearson* entre CV e NG para verificar associação entre nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA em termos de tempo de enquadramento e regularidade do pagamento de dividendos.

Os resultados das correlações para dividendos pagos a acionistas ordinários, para dividendos pagos a acionistas preferenciais e para dividendos totais pagos pela companhia, considerando a primeira forma de pontuar a governança corporativa, com 1 ponto por ano de enquadramento (NG), são apresentados na Tabela 1.

**Tabela 1** – Correlações entre CV e NG.

Amostras	Correlação de <i>Pearson</i> (CV x NG)	Nível de Significância (Sig.)	Tamanho da Amostra (N)
Considerando dividendos pagos a acionistas ordinários	0,144	0,037	210
Considerando dividendos pagos a acionistas preferenciais	0,177	0,017	182
Considerando dividendos totais pagos pela companhia	0,186	0,006	219

Fonte: elaborado pelos autores.

As correlações da Tabela 1 revelam haver relação direta entre o CV e NG. Logo, como o CV alto representa menor regularidade de pagamento de dividendos, os resultados indicam que há relação inversa entre a regularidade de pagamento de dividendos e tempo de enquadramento em algum dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Considerando os dividendos pagos a acionistas ordinários, a relação apresentada, de 14,4%, se dá a uma significância inferior a 0,05. O mesmo ocorre com a amostra que considera dividendos pagos a acionistas preferenciais. Para a amostra que considera os

dividendos totais pagos pela companhia, verificou-se maior correlação, na ordem de 18,6%, e no nível de significância inferior a 0,01, o que é bastante relevante.

Como no Brasil os dividendos pagos (geralmente previstos nos estatutos das companhias na forma de percentual sobre o lucro) frequentemente estão associados aos resultados, tais pistas estatísticas permitem entender em primeira instância que o gerenciamento de resultados é maior quando da falta ou pouca governança corporativa na companhia.

A lógica é a de que, se há menor coeficiente de variação relacionado a menor tempo de enquadramento ou a não enquadramento em algum dos níveis de governança, então significa que maior regularidade de pagamento de dividendos está associada a empresas com menos governança. Como tal pagamento de dividendos geralmente advém dos resultados, estes podem estar sendo “alisados” quando a companhia não está enquadrada em algum dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA (*income smoothing*).

Quando as companhias aderem a algum dos níveis de governança corporativa, independente de qual seja, passam a realizar práticas de gestão mais fidedignas por serem sujeitas a maior supervisão e às exigências próprias da governança. Logo, entende-se que a diminuição do alisamento de resultados gera também dividendos pagos menos regulares, porém mais verdadeiros.

Assim, os resultados sugerem que a diretoria das companhias tende a emprestar maior importância à regularidade de pagamento de dividendos em situações de menor nível de informação ao mercado, supostamente observado em companhias não enquadradas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA ou enquadradas há pouco tempo.

Na segunda análise realizada, levando em conta a métrica ponderada para atribuição de valor à governança corporativa das companhias, também foram calculadas as correlações de *Pearson*. Porém, tanto para a amostra com dividendos pagos a acionistas ordinários quanto para a amostra com dividendos totais pagos pela empresa, não verificou-se correlações válidas, pois ambas apresentaram-se baixas e a níveis de significância muito superiores a 0,05.

Já para a amostra que contou com dividendos pagos a acionistas preferenciais, verificou-se correlação de *Pearson* válida. A correlação apresentou-se na ordem de 0,443 e no nível de significância de 0,000. Assim, o nível de governança específico de enquadramento parece ter relação apenas com o pagamento de dividendos a acionistas preferenciais.

A explicação plausível para este indício é de que, como acionista preferencial não tem direito a voto e, portanto, não influencia na gestão da companhia, normalmente compra ações com intenção especulativa de curto prazo. Sendo assim, ele se desfaz das ações mais rapidamente conforme maior é seu conhecimento sobre a empresa (maior governança).

Mais transparentes, os fornecedores de mais informações tempestivas e de maior qualidade, as empresas enquadradas em níveis mais sofisticados de governança corporativa, como o Novo Mercado, podem estar gerando maior desconfiança nos acionistas preferenciais, fazendo com que estes comprem e vendam ações com maior rapidez. Isso faz com que oscile mais o valor de pagamento de dividendos a acionistas preferenciais.

Sugere-se ser preferível para a companhia, que o investidor que não tem direito a voto, sem poder de interferência, não saiba o que ocorre nas práticas da empresa. Caso tenha amplo conhecimento haverá algo do que discordar, porém não poderá tomar nenhuma atitude a não ser se desfizer das ações.

Apesar dos resultados serem sugeridos em primeira instância, de forma geral, indica que, de forma geral, para a companhia, talvez não importe, quanto à regularidade de pagamento dos dividendos, em qual nível de governança corporativa a empresa está

enquadrada (exceto para pagamento a acionistas preferenciais), mas apenas se está enquadrada em algum deles ou não e por quanto tempo (consistência da governança).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tem como objetivo analisar a regularidade do pagamento de dividendos das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2010 associadas ao nível de governança corporativa no qual a empresa está enquadrada.

Para verificar a regularidade de pagamento de dividendos de cada companhia, foi preciso criar uma série com valores de dividendos pagos ao longo dos 10 anos analisados. Criada a série, utilizou-se o coeficiente de variação da série de pagamento de dividendos de cada empresa para representar tal regularidade.

Já para representar os níveis de governança corporativa das empresas ao longo do período analisado utilizaram-se duas métricas. A princípio, atribuiu-se 1 ponto por ano de enquadramento em algum dos níveis, para cada empresa.

A segunda métrica consistiu em atribuir 1, 2 e 3 pontos por ano de enquadramento no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente. Este procedimento possibilitou verificar diferenças entre empresas de acordo com o(s) tipo(s) de nível(is) no(s) qual(is) foi enquadrada, além do tempo de enquadramento em cada nível. As empresas enquadradas como tradicionais ao longo dos 10 anos, receberam nota 0 para o nível de governança.

Portanto, nas 3 amostras, cada companhia teve duas pontuações que representaram a variável “Nível de Governança Corporativa”, sendo uma pontuação normal (NG) e outra ponderada (NGP).

Após o cálculo das 6 correlações de *Pearson*, os resultados indicaram que o tempo de enquadramento em qualquer nível de governança, exceto tradicional, tem relação inversa com a regularidade de pagamento de dividendos, reafirmando possíveis gerenciamentos de resultados (*income smoothing*) em companhias não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento.

Constatou-se também que o tipo de nível de governança corporativa possui relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais, sugerindo que dispor mais informações a acionistas preferenciais, que não têm direito de influência na gestão da companhia, está relacionado à maior variabilidade do pagamento de dividendos a estes, talvez por comprarem ações com intenção especulativa de curto prazo, desfazendo-se deste caso não concordem com as práticas adotadas, o que faz o pagamento de dividendos oscilarem.

O estudo apresenta relativas limitações quanto ao cálculo da segunda na métrica de nível de governança corporativa (NGP), visto que poderia-se considerar detalhes relativos às exigências de cada nível de governança da BM&FBovespa (N1, N2 e NM) para construir um índice mais consistente.

Para pesquisas futuras, sugere-se continuidade deste estudo com base no NG calculado, uma vez que se verificou correlação significativa, por meio de outras técnicas estatísticas. Para o NGP, propõe-se a realização de regressões entre CV e NG das PN, já que o nível de significância foi 0,000 e a correlação foi relativamente alta.

Além disso, sugere-se a realização de estudo comparando regularidade de pagamento de dividendos entre setores de atuação da companhia, o que pode ser feito considerando também como métrica o coeficiente de variação das séries de pagamento de dividendos.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Moisés A.; SANTOS, Joséte F. O efeito das dimensões de Governança Corporativa sobre o payout das empresas não financeiras brasileiras. In: CONGRESSO

ENANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro/RJ. Anais... Rio de Janeiro: ENANPAD, 2008. CD-ROM.

ALMEIDA, Juan Carlos G.; SCALZER, Rodrigo S.; COSTA, Fábio M. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BOVESPA. Revista de Contabilidade e Organizações - RCO, v. 2, n. 2, p. 117-130, jan./abr. 2008.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Princípios de Finanças Empresariais. 5. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1997.

BREALEY, Richard A. MYERS, Stewart C. Finanças corporativas. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. Administração Financeira: teoria e prática. Tradução de Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuquerque Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

CARVALHAL DA SILVA, André L. Governança Corporativa e Sucesso Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2006.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários, 2002. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>>. Acesso em: 05 set. 2011.

DAMODARAN, Aswath. Finanças Corporativas Aplicadas. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FAMA, Eugene F.; BABIAK, Harvey. Dividend Policy: An Empirical Analysis. Journal of the American Statistical Association, v. 63, p. 1132-1161, 1968.

GITMAN, Lawrence J. Princípios da administração financeira. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GONZÁLEZ, Patrícia G. As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro. São Paulo: Caderno de Estudos, FIPECAFI, v. 10, n. 19, p. 70-81, set./dez. 1998.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2002. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 05 set. 2011.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. The journal of finance, v. 64, n. 2, abr. 1999.

LOPES, Alessandro Broedel, MARTINS, Eliseu. Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES DE CARVALHO, Edmir; BUENO, Artur F. Competitive Intelligence And Corporate Governance In Brazil. In: CONTECSI CONFERENCE, 4, 2007, Sao Paulo/SP. Anais... São Paulo: CONTECSI, 2007. CD-ROM.

Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB, Salvador, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago., 2012.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

PINCHES, George E. *Essentials of Financial Management*. 2. ed. New York: Harper & Row Publishers, 1987.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira: Corporate Finance*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1996.

SILVEIRA, Alexandre M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da empresa no Brasil*. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <[http://mrm.comunique-se.com.br/arq/132/arq\\_132\\_13828.pdf](http://mrm.comunique-se.com.br/arq/132/arq_132_13828.pdf)>. Acesso em: 10 nov. 2011.

SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n.4, p. 635-674, out./dez. 2005.