

DIVIDEND YIELD: IGC VERSUS IBOV

Vinícius Barreto de Alencar¹, Ronaldo Schmidt Gonçalves de Almeida¹, Luiz Medeiros de Araujo Neto¹, Mariana Rodarte do Amaral¹, Eduardo Bona Safe de Matos¹

¹Universidade de Brasília

Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB/UFPA/UFRN

vinicius303@gmail.com, ronaldalmeida@unb.br, medeiros2002@hotmail.com,
mariana.rodart@gmail.com, eduardo_bona@hotmail.com

Resumo

Em meio aos Conflitos de Agência, os quais analisam custos resultantes da ramificação entre a propriedade e o controle de capital, surgem as práticas de governança corporativa. Perante isso, alguns órgãos passaram a atuar com o intuito de estimular boas práticas e garantir direitos mínimos aos acionistas minoritários. Há afirmações de que ações cotadas no Índice de Governança Corporativa (IGC) teriam uma distribuição diferenciada em relação aos dividendos das ações cotadas no Índice Bovespa (IBOV), sendo eles maiores em empresas com boas práticas de governança corporativa. O objetivo do trabalho é verificar se as empresas componentes do IGC distribuíram dividendos de forma diferenciada, e se esses dividendos são maiores do que os de empresas componentes do IBOV. O estudo se justifica pelo fato de que, atualmente, há volumes bilionários em negociações diárias na BMF&Bovespa, ambiente em que a decisão de investimento deve sofrer influência dos indicadores de governança. Foram coletadas as carteiras teóricas do ano de 2006 para ambos os índices, utilizando como *proxy* a média ponderada dos *dividend yields* de cada ação tendo, como ponderação, o peso de tais ações dentro dos índices. Realizou-se também uma análise descritiva dos dados, seguido por teste de média entre as ponderações dos *dividend yields* e dos índices. Foram encontrados maiores *dividend yield* para o IBOV, entretanto, concluiu-se, no teste de média, que não há diferença entre as distribuições de dividendos, demonstrando que práticas de governança corporativa não implicam em melhores distribuições de dividendos.

Palavras-chaves: Governança Corporativa. Teoria da Agência. *dividend yield*.

Abstract

Through the Agency Conflicts, which analyse costs resulting from the ramification between property and capital control, practices of corporate governance appear. Facing it, some institutions started to act with the intention of stimulating good practices and warrant rights to minor stockholders. There are affirmations that the stocks evaluated with the Corporate Governance Ratings (CGR) would have a different distribution in relation to the dividends of the stocks evaluated with the Bovespa Rating (IBOV), being the dividends higher in the companies with good practices of corporate governance. The objective is to verify if the companies compounding the CGR had distributed the dividends differently and if these dividends are higher than those from companies that are components of IBOV. The study is justified for the fact that, nowadays, there are billionaire volumes in daily negotiation in the BMF&Bovespa, environment in which the investment decision must suffer influence from the governance indicators. Theoretical portfolios from 2006 were collected for both ratings. It was used as proxy the weighted average of the dividend yields of each stock having as weighing the relevance of such stocks inside the ratings. A descriptive data analysis was held, followed by a test of averages between the weighing of the dividend yields of the ratings. Higher dividend yields were found for the IBOV. However, the test of averages led to the conclusion that there is no difference between the dividend distributions, demonstrating that the corporate governance practices do not result in better dividend distributions.

Keywords: Corporate Governance. Agency Theory. dividend yield.

1. Introdução

As grandes corporações modernas apresentam uma clara separação entre propriedade e controle, tornando, assim, alguns conflitos mais evidentes. A Teoria da Agência propõe a possibilidade de um agente assumir um comportamento oportunista, visando a maximização de sua utilidade individual e sacrificando os interesses do principal (MARTINEZ, 2001).

As práticas de governança corporativa surgiram para dirimir conflitos entre controladores e proprietários, e também, em alguns países, entre acionistas majoritários e minoritários. O controle acionário das companhias abertas brasileiras é bastante concentrado, sendo que poucos acionistas possuem o controle das ações com direito a voto (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005). Soma-se, ainda, o conflito que surge entre os detentores de ações ordinárias e os detentores de ações preferenciais (LEAL et al., 2002). Segundo Almeida, Sacalzer e Costa (2007), para assegurar maior transparência e confiabilidade aos investidores, os mecanismos de Governança Corporativa são aplicados para garantir um alinhamento dos objetivos dos agentes envolvidos com os objetivos da empresa.

Nesse contexto, o mercado brasileiro aplica uma série de medidas com o intuito de estimular empresas a praticar governança corporativa. A BMF&BOVESPA insere, em 2001, segmentos de listagem diferenciados, os quais as companhias podem aderir voluntariamente, desde que cumpram as exigências preestabelecidas. É criado, por fim, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o objetivo de difundir a governança corporativa, aprovando a lei nº 10.303/01.

O presente trabalho supõe que empresas inseridas em algum nível de governança corporativa deveriam, teoricamente, ser mais bem avaliadas pelos investidores em detrimento daquelas listadas em um

mercado tradicional. De Carvalho e Pennacchi (2007) estudaram as consequências das empresas que aderiram aos novos mercados da BMF&BOVESPA e concluíram que as empresas que aderiram aos novos mercados da BMF&BOVESPA, durante os anos de 2001 a 2003, obtiveram um aumento no preço das ações (principalmente das ações preferenciais) e um aumento no volume de negociação.

Além disso, é levada em consideração a Teoria da Relevância dos Dividendos, a qual Gordon (1963) afirma que o valor de uma ação é função das expectativas de pagamento de dividendos futuros, baseando seu argumento na preferência dos acionistas em receber dividendos em detrimento de possíveis ganhos futuros de capital. Portanto, a pergunta de pesquisa é: o retorno ponderado médio dos *dividend yields* das ações do IGC é superior ao retorno ponderado médio dos *dividend yields* das ações do Ibovespa?

A pesquisa utilizou as carteiras teóricas do ano de 2006 do Ibovespa e do IGC como base para análise. O período pesquisado foi de 2006 a 2010. Ações que não estavam presentes em todos os anos da pesquisa, ou que não possuíam informações disponíveis foram excluídas da amostra. Foi realizada uma média ponderada dos retornos dos *dividend yields* dos dois índices para cada ano. Buscou-se verificar se a inserção em segmentos de governança corporativa fez com que as empresas distribuíssem mais dividendos.

O presente artigo está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção apresenta uma revisão relativa aos conflitos de agência, a governança corporativa e aos índices. A terceira seção compreende os procedimentos metodológicos utilizados, tais como a inferência de normalidade das variáveis e o teste-t, aplicado para verificar se há relevância estatística entre os *dividend yields* das ações que compõem o IGC e o Ibovespa.

A análise dos resultados encontra-se na quarta seção, sendo constatado que não há diferença entre os *dividend yields*. Por fim, a quinta seção expõe os pontos conclusivos e sugestões para pesquisas futuras.

2. Referencial Teórico

Estudos com base na teoria da Agência e Governanças Corporativa estão presentes em níveis nacional e internacional, com diferentes focos, como a pesquisa das características das empresas que compõem os diferentes níveis de governança, o custo do capital e as diferenças de disclosure e impacto na precificação das ações, entre outros.

A análise de índices pode ser inserida em tais estudos, com fins de identificar as diferenças dos indicadores, tanto entre empresas dos diferentes níveis, como de empresas participantes em diferentes índices base utilizados pelos usuários da informação.

2.1. Conflito de Agência

Jensen e Meckling (1976) definem um relacionamento de agência, como um contrato, onde uma ou mais pessoas - o principal - utilizam-se de outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente. Entretanto, os envolvidos agem de forma a maximizar a própria utilidade pessoal. Dessa maneira, nem sempre o agente age em favor do principal. Jensen (2001) sugere que a visão contratual se baseia em uma ideia na qual a firma é um “nexo” de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital. Em um modelo perfeito, os investidores contratariam com gestores, de forma específica, o que deveria ser feito com os recursos da companhia. Em contrapartida, os gestores contratariam os investidores, de forma específica, além de todas as ações que iriam tomar diante de cada cenário que surgisse ao longo da gestão. É impossível, porém, prever todas as

possíveis situações em que os gestores irão se deparar, e como deverão agir diante delas. Logo, o acionista transfere ao gestor o poder de decisão frente a tais situações. Jensen e Meckling (1976, p.308), em seus achados de pesquisa, estruturam os custos de agência de maneira que eles são representados pela soma dos:

- custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Em suma, o problema de agência trata do conflito de interesses decorrente da separação entre propriedade e controle, e dentro dessa perspectiva, da garantia de que o acionista não vai ter seus recursos desperdiçados. Conforme Siffert Filho (1998), os problemas de governança corporativa ganharam maior importância a partir do surgimento das modernas companhias, nas quais há maior divisão entre controle e gestão. A governança corporativa surge, portanto, com o intuito de dirimir os conflitos entre acionistas e gestores e garantir aos usuários externos informações confiáveis a respeito dos negócios da companhia, o que condiz com o principal objetivo da Contabilidade. Iudícibus (2000) evidencia que a principal função da Contabilidade e de seus relatórios é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões com relativa segurança.

2.2. Governança Corporativa

Devido ao conflito de agência, entre gestores e acionistas, algumas práticas passaram a ser utilizadas com o intuito de tentar alinhar os interesses desses membros dentro da organização. Ao tomar o conflito

de agência como ponto de partida, Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como o conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si, ou que os investidores aplicam sobre os gestores, de forma a reduzir a alocação entendida como incorreta dos recursos e induzir os investidores a financiar mais recursos. As práticas de governança corporativa visam maximizar o valor da firma e minimizar discordâncias entre os envolvidos com a empresa. Os gestores possuirão mais recursos para investir e os acionistas observarão os recursos serem investidos em projetos com melhores retornos sobre o capital aplicado.

Para Comissão de Valores Mobiliários (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que tem, por finalidade, o intuito de otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Por essa definição, é possível perceber que, além de proteger as partes interessadas – acionistas, gestores e credores – as práticas de governança podem acabar por reduzir o custo de capital próprio da empresa.

O IBGC, através do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009), define governança corporativa como um sistema pelo qual as corporações seriam dirigidas, monitoradas e incentivadas, abrangendo proprietários, diretoria, conselho de administração e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa alinham interesses com a finalidade de preservar e maximizar o valor da organização.

O Conselho de Administração é um órgão de extrema importância nas organizações, visto ser quem fiscaliza o trabalho dos gestores e quem presta contas aos acionistas. Conforme o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009), o Conselho de Administração é o responsável pelo objeto social e sistema de governança. Ele é quem

decide as estratégias do negócio, defendendo o interesse da companhia.

La Porta (2000) define governança corporativa como um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos. Essa definição se torna ainda mais relevante no contexto brasileiro. Leal e Valadares (2002) constatam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% destas ações, demonstrando alta concentração de propriedade e controle no mercado brasileiro. Conforme Monaco (2000), os acionistas controladores possuem, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas. Soma-se a isso o fato de diversas empresas no Brasil se utilizarem da emissão de ações preferenciais, ou seja, sem direito a voto. Em virtude disso, surge um potencial conflito de interesses entre os que detêm ações ordinárias e os que possuem ações preferenciais (LEAL et al., 2002). Nesse sentido, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009), recomenda que o direito ao voto deve ser assegurado a todos os sócios. Assim, cada ação ou quota deve assegurar o direito a um voto. Este princípio deve valer para todos os tipos de organização e a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios.

2.2.1. Regulamentação

Alguns fatos importantes colaboraram para a difusão e aplicação das práticas de governança corporativa no cenário brasileiro. Com o intuito de colaborar para a qualidade da gestão das empresas brasileiras, foi criado, em 1995, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Em 1999, passa a ser denominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e, hoje, é referência na difusão das melhores práticas de Governança Corporativa. Em 2009, o IBGC lançou a 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que se encontra dividido em seis temas:

Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal e Conduta; e Conflito de Interesses. Não cabe examinar cada capítulo do Código em virtude da extensão e de não ser esse o objetivo do trabalho, contudo, vale observar os princípios de governança corporativa do IBGC elencados no quadro 1 abaixo:

1	Transparência: mais que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.
2	Equidade: caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
3	Prestação de contas (accountability): os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as conseqüências de seus atos e omissões.
4	Responsabilidade Corporativa: os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Quadro 1 – Princípios de Governança Corporativas (BMF&BOVESPA, 2011)

A lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, pode ser considerada um importante marco legal que alterou, em alguns aspectos, a forma de tratamento dos acionistas minoritários, tanto de ações ordinárias, quanto de preferenciais. Entretanto, Kozlowski (2004) enfatiza que as mudanças observadas na Lei das S.A. são ainda modestas no sentido de proporcionar incentivos aos minoritários.

A Bolsa de Valores de São Paulo, com vistas a difundir a aplicação da governança, lançou, em 2000, uma listagem de diferentes níveis de governança corporativa aos quais

as empresas poderiam aderir, voluntariamente, com o objetivo de estimular os investidores e valorizar as companhias. São quatro níveis diferentes de governança corporativa: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais.

O Nível 1 de governança corporativa possui uma série de exigências com o intuito de facilitar o acesso do investidor às informações mais transparentes. São destacados, no Quadro 2, os seguintes aspectos do Nível 1:

1	Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, <i>free float</i> , representando 25% do capital.
2	Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
3	Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial.
4	Cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.
5	Divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (<i>stock options</i>).
6	Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Quadro 2 – Exigências do nível 1 (BMF&BOVESPA, 2011)

O Nível 2 de governança corporativa exige que as companhias cumpram todas as práticas estabelecidas para o Nível 1 além de outras práticas adicionais, demonstradas no Quadro 3. Além disso, cumprem muitos dos preceitos exigidos pelo Novo Mercado, mas com algumas exceções. As principais exigências do Nível 2 são:

1	Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração.
2	Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP.
3	Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (<i>tag along</i>).
4	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação,

	incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo.
5	Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível.
6	Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Quadro 3 – Exigências do nível 2 (BMF&BOVESPA, 2011)

O Novo Mercado é o padrão mais elevado de governança corporativa, além das práticas do Nível 2, são necessários procedimentos adicionais, demonstrados no Quadro 4. Destacam-se as seguintes regras desse segmento de listagem:

1	O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto.
2	Caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço, <i>tag along</i> de 100%.
3	Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico.
4	O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos.
5	A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação, <i>free float</i> .
6	Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente.
7	A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito.
8	Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Quadro 4 – Exigências do Novo Mercado (BMF&BOVESPA, 2011)

O Bovespa Mais é um segmento de listagem destinado principalmente às empresas de pequeno e médio porte que anseiam se financiar via mercado de

capitais. O Quadro 5 demonstra as principais práticas do Bovespa Mais:

1	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem, ou mínima liquidez.
2	Concessão de <i>tag along</i> de 100% para ações ordinárias.
3	Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico obrigatória no caso de fechamento de capital ou saída do segmento.
4	Adesão obrigatória à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Quadro 5 – Exigências Bovespa Mais (BMF&BOVESPA, 2011)

Outro importante marco regulatório é a Resolução nº 3.792/09 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que determinou aos fundos de pensão limites para aplicação de recursos conforme os níveis de governança corporativa das empresas nas quais o capital será investido. Segundo a referida resolução, os investimentos classificados no segmento de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até 70% e, adicionalmente, os seguintes limites: percentual máximo de investimento em ações de empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa de até 70%. Já para empresas do Nível 2, o limite de aplicação é de até 60%. Se a empresa for listada no Nível 1, os fundos poderão aplicar até 45%. Para o segmento Bovespa Mais, o limite de aplicação é de até 50%. Caso a empresa não esteja enquadrada em nenhum desses níveis de governança, o limite para aplicação será até 35% dos recursos. Savoia (2001) relata que, no ano de 2001, existiam 359 fundos de pensão no País, com patrimônio total de R\$ 140 bilhões. Deste patrimônio, 58% estavam investidos em fundos de renda fixa, 29% em fundos de renda variável, 7% em imóveis e 6% em outras aplicações.

2.3. Índices

No mercado brasileiro, o principal índice de desempenho médio de cotações é o Índice Bovespa (IBOV), o qual é composto pelos principais papéis negociados na

BM&FBOVESPA. Implantado em 1968, ainda não sofreu alterações em sua metodologia. O IBOV tem por finalidade ser o indicador médio do comportamento do mercado, tendo, então, como representatividade, em termos de liquidez, as ações integrantes da carteira teórica do IBOV que respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificado no mercado à vista.

Outro índice importante é o Índice de Governança Corporativa (IGC), criado em 2001 pela BMF&BOVESPA. O IGC busca mensurar o desempenho de uma carteira composta por empresas que praticam governança corporativa. Elegem-se à inclusão na carteira teórica do índice todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BM&FBOVESPA. Uma vez que a empresa aderiu aos Níveis 1 ou 2, todos os tipos de ações emitidas por ela posteriormente serão incluídas na carteira do índice, exceto se forem de baixa liquidez.

Assaf Neto (2009) sugere que o mercado acionário remunera o aplicador de diferentes formas, podendo ser dividendos, bonificações, valorizações e direitos de subscrição. Graham e Dodd (1962) foram os pioneiros em defender o fluxo de dividendos como critério para seleção de ações. Luquet e Rocco (2005) acreditam que o *dividend yield*, sendo a taxa de retorno dos dividendos, ou *cash yield*, consiste no dividendo pago pela ação de uma empresa, dividido pelo preço de cotação dessa mesma ação. Quanto maior o *dividend yield*, portanto, melhor deveria ser resultado da empresa ou mais vantajosa é sua política de distribuição de lucros aos acionistas. Modigliani e Miller (1961) sugerem que o fluxo de dividendos pagos pela empresa não altera o retorno ao acionista.

3. Métodos

A pesquisa se caracteriza como quantitativa. Fachin (2003) sugere que pesquisas onde o proceder metodológico se desenvolve atribuindo números e propriedades, objetos, acontecimentos e materiais são estudos

quantitativos. O presente trabalho buscou fazer uma análise dos *dividend yields* pagos pelas empresas presentes no Ibovespa e no IGC, com o objetivo de verificar se há significância entre o retorno ponderado médio dos *dividend yields* das ações do IGC e o retorno ponderado médio dos *dividend yields* das ações do Ibovespa. Para tanto, foram coletadas as carteiras teóricas dos índices Ibovespa e IGC, no sítio da BMF&BOVESPA dos anos de 2006 a 2010.

A base mantida foi a carteira teórica de 2006, ou seja, ações que saíram, entraram, ou não tinham dados disponíveis em algum dos anos seguintes foram excluídas da pesquisa. Portanto, a análise foi feita com as ações das carteiras de 2006 que se mantiveram presentes nos índices nos anos subsequentes. Os dados foram coletados por meio do *software* Economática e tratados através do *Microsoft Excel*. A análise foi feita pelo cálculo da média ponderada dos *dividend yields* das ações de cada índice, ano a ano. A ponderação foi realizada pelo peso de cada papel na composição do índice em que está inserido. Além disso, foi utilizado o *software* SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*) para realização da análise estatística dos dados coletados.

Para verificar a normalidade nas variáveis foi utilizada o teste *Kolmogorov-Smirnov*, o qual sugere não haver normalidade, pois o resultado KS para todas as variáveis não ultrapassou 0,001. Freund (2004) recomenda que, em caso de não normalidade, a análise seja feita a partir de estatística não-paramétrica, por se tratar de testes mais conservadores (FREUND, 2004). Para testar as diferenças entre as médias, foi aplicado o teste *Mann-Whitney*, sendo arbitrada significância de 5% ($\alpha = 0,05$). Freund (2004) sugere que a significância de 5% é a mais adequada para pesquisas em ciências sociais aplicadas. Com a utilização do teste-t, foram verificadas as seguintes hipóteses:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

Em que μ_1 representa os retornos ponderados médios dos *dividend yields* das ações do IGC e μ_2 os retornos ponderados médios dos *dividend yields* das ações do Ibovespa. Algumas limitações e considerações da pesquisa são:

1	Papéis que não apresentavam informações disponíveis a respeito do <i>dividend yield</i> não foram incluídos na amostra.
2	Papéis que não possuíam informação disponível, que foram cancelados, ou que não estavam presentes no índice durante todos os períodos analisados foram excluídos da amostra.
3	Foram utilizadas, como base, para ambos os índices, as carteiras teóricas do ano de 2006. Da carteira teórica do Ibovespa em 2006, composta por 55 ações, foram utilizadas 34. Já da carteira teórica do IGC em 2006, composta por 111 ações, foram utilizadas 74.
4	No ano de 2006, estavam presentes na análise ações que representaram 77,41% do Ibovespa, os outros 22,59% se referem às ações excluídas da amostra. Para o IGC, estavam presentes na análise ações que representaram 72,52% do índice, os 27,48% restantes se referem às ações excluídas da amostra.
5	No ano de 2007, estavam presentes na análise ações que representaram 73,82% do Ibovespa, os outros 26,18% se referem às ações excluídas da amostra. Para o IGC, estavam presentes na análise ações que representaram 58,74% do índice, os 41,26% restantes se referem às ações excluídas da amostra.
6	No ano de 2008, estavam presentes na análise ações que representaram 69,57% do Ibovespa, os outros 30,43% se referem às ações excluídas da amostra. Para o IGC, estavam presentes na análise ações que representaram 59,68% do índice, os 40,32% restantes se referem às ações excluídas da amostra.
7	No ano de 2009, estavam presentes na análise ações que representaram 69,62% do Ibovespa, os outros 30,38% se referem às ações excluídas da amostra. Para o IGC, estavam presentes na análise ações que representaram 53,63% do índice, os 46,37% restantes se referem às ações excluídas da amostra.
8	No ano de 2010, estavam presentes na análise ações que representaram 58,35% do Ibovespa, os outros 41,35% se referem às ações excluídas da amostra. Para o IGC, estavam presentes na análise ações que

representaram 53,69% do índice, os 46,31% restantes se referem às ações excluídas da amostra.

Quadro 6 – Considerações Metodológicas

4. Análise dos Resultados

Na Tabela 1 são apresentadas as médias ponderadas dos *Dividend Yield* do Ibovespa e IGC. Tem-se, para os anos de 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010, os valores de 4,10, 2,39, 5,55, 3,08, 4,15, para o Ibovespa, e 2,70, 2,25, 5,03, 2,78 e 3,48, respectivamente, para o IGC. Esse resultado indica que a evolução temporal é semelhante nos dois índices. Os valores absolutos mostram que a remuneração da carteira do índice bovespa foi superior a carteira do índice de governança corporativa para os anos de 2006 a 2010.

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Ibovespa	4,10	2,39	5,55	3,08	4,15
IGC	2,70	2,25	5,03	2,78	3,48

Tabela 1 - *Dividend yield* ponderado médio (Fonte: Dados da Pesquisa)

Corroborando com os achados da análise descritiva dos dados apresentados na Tabela 1, o Gráfico 1, demonstra que a carteira do índice bovespa apresenta remuneração mais abastarda que o índice de governança corporativa. Além disso, é visualizado, a partir do gráfico, que as oscilações nas remunerações das duas carteiras, são semelhantes, consequência do risco sistemático de mercado.

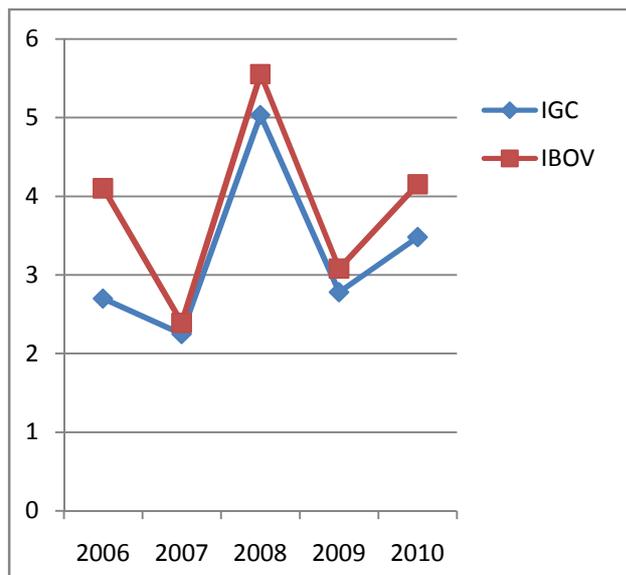


Gráfico 1 - Dividend yield ponderado médio
(Fonte: Dados da Pesquisa)

Na Tabela 2 é apresentado o resultado do *Mann-Whitney*. Esse teste é aplicado com o intuito de se testar a diferença entre as médias ponderadas dos *dividend yields* dos índices: Bovespa e Governança Corporativa.

Variáveis	Mann-Whitney U	Significância	Z
IBOV X IGC	568	0,001	-4,567

Tabela 2 – Teste Mann-Whitney (Fonte: Dados da Pesquisa)

Com estatística *Mann-Whitney* U de 568, Z de -4,567 e significância de 0,001 o teste rejeita a hipótese nula, e sugere haver diferença entre as médias. Os resultados da pesquisa sugerem, então, haver diferença entre as médias ponderadas dos *dividend yield* do IGC e Ibovespa, ou seja, haveria diferença nas remunerações das ações que compõem o IGC e o IBOV, mostrando assim que a carteira de mercado deve apresentar rendimentos superiores as carteiras de ações que são compostas por ações com bons níveis de governança corporativa.

5. Considerações Finais

O trabalho teve como objetivo analisar se ações que fizessem parte do Índice de Governança Corporativa tem distribuição de dividendos diferenciada de ações pertencentes ao Ibovespa. Diferindo de outros artigos que buscavam testar e mensurar a diferença apenas de risco, buscou-se testar se uma carteira de ações com bons indicadores de governança teriam distribuição de dividendos superior ao do mercado.

Conclui-se que a distribuição de dividendos é diferente entre ações de bons índices de governança e ações que compõem o Ibovespa. Dada a análise das carteiras teóricas do ano de 2006 para ambos os índices, Ibovespa e IGC, no período de 2006 a 2010, o Ibovespa apresenta maior *dividend yield* médio e, além da estatística descritiva, o teste de média sugere que essa diferença também é significativa. Como visto, ressalta-se que o fato do *dividend yield* ser uma relação entre o dividendo por ação e preço da ação, o indicador para o índice de governança corporativa pode ser subavaliado, por ter, essas ações, valores melhores apreçados e muitas vezes superavaliados. Camba (2004) mostra a Governança Corporativa possuindo reflexos positivos no valor das ações, visto que as ações das empresas inseridas no Novo Mercado chegam a valer até 6,8 vezes a geração de caixa das Companhias, enquanto os papéis do pregão tradicional, cerca de 4,8 vezes.

A pesquisa corrobora com os achados de Silveira (2002), onde verifica que as empresas que adotaram recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa obtiveram melhor resultado financeiro. Mendes e Vieira (2006) encontram clara tendência de que empresas com práticas de boa governança corporativa tenderiam a superar as que não adotam tais medidas.

Por ser um tema rico em informações, sugere-se que novos estudos sejam realizados com outros indicadores e com

metodologias mais sofisticadas como Dados em Painel.

Referências

ALMEIDA, J. C. G. de; SACALZER, R. S.; COSTA, F. M. da. Níveis diferenciados de Governança corporativa da BM&FBOVESPA e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. **Anais do XXXI EnANPAD**. 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**. 8ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.

BMF&BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 28 de setembro de 2011.

BRASIL, **Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 3, p. 1-18, 2005.

CMN – Conselho Monetário Nacional, **Resolução n. 3.792, de 24 de setembro de 2009**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 29 de setembro de 2011.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: setembro de 2011.

De Carvalho, G. & Pennacchi, G. Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firms' migration to premium markets in Brazil. Working paper USP. 2007.

FACHIN, O. **Fundamentos de Metodologia**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

FREUND, JOHN E. **Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade**. 11 ed. São Paulo: Bookman, 2004.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, Maio, 1963.

GRAHAM, Benjamin; DODD, David L.; COTTLE, Sidney. **Security Analysis: principles and technique**. 4 ed. New York: McGraw-Hill, 1962.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12/09/2011a. - **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12/09/2011b.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 308, October, 1976.

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

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and

corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3, October, 2000.

LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A. L.; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, Ricardo, VALADARES, Sílvia, Ownership and control structure of Brazilian companies. **Unpublished Working Paper**. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/rac/v6n1/v6n1a02.pdf>>. Acesso em: 18 setembro. 2011.

LUQUET, Mara. ROCCO, Nelson. **Guia Valor Econômico de Investimentos em Ações**. 1 ed. São Paulo: Globo, 2005.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. 2001. Tese [Doutorado em Ciências Contábeis] – Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MENDES, A. G. S. T., VIEIRA S. P. Governança Corporativa: uma análise de suas evoluções e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em Contexto**, v. 2, n. 3, 2006.

MODIGLIANI, F. MILLER, M. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**. V. 34, n. 4, p. 411 – 423, October 1961.

ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W. JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2010.

SAVOIA, José Roberto. O processo de reformas da previdência no Brasil: uma visão dos fundos de pensão. **Boletim de Previdência Complementar**, v.1, n.10, maio/junho, 2001.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 743, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro. V.5, n.9, p. 125, junho de 1998.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.