

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
MBA EM GESTÃO BANCÁRIA

SILVANA REGINA KIEKOW

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS:
UMA ANÁLISE EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

PORTO ALEGRE

2011

Silvana Regina Kiekow

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS:
Uma análise em instituições financeiras listadas na BM&FBovespa

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Gestão Bancária, pelo MBA em Gestão Bancária, da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

Orientador: Prof. Dr. Jairo L. Procianoy

Porto Alegre

2011

RESUMO

Este trabalho propôs o estudo da relação entre a composição dos conselhos de administração das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa e sua política de dividendos. O primeiro passo foi classificar os conselheiros para verificar a proporção de conselheiros independentes e a proporção de conselheiros eleitos pelo controlador. Estas características foram analisadas através da segmentação das instituições segundo a natureza jurídica, controle acionário e níveis de Governança Corporativa. Em seguida, a política de distribuição de lucros foi identificada pela mensuração dos níveis de *payout* e *payout* total. Por fim, tentou-se estabelecer uma relação entre estas duas variáveis independentes e as proporções obtidas anteriormente, com a ajuda dos coeficientes de correlação e as técnicas de regressão linear simples. O estudo concluiu que não existe relação entre estas variáveis para a amostra pesquisada, pois os coeficientes de correlação foram baixos, assim como os coeficientes de determinação das regressões.

Palavras-chave: Conselhos de Administração. Dividendos. Instituições Financeiras. Conselheiros Independentes. Governança Corporativa.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
1.1 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA E PERGUNTA DE PESQUISA.....	8
1.2 OBJETIVOS	9
1.2.1 Objetivo geral.....	9
1.2.2 Objetivos específicos.....	9
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	11
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	11
2.1.1 Definição de Governança Corporativa.....	11
2.1.2 Melhores Práticas	12
2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	14
2.2.1 Atribuições do Conselho de Administração	15
2.2.2 Composição dos Conselhos de Administração.....	16
2.2.2.1 Tipos de Conselheiros	17
2.2.2.2 Conselheiros Independentes	18
2.2.4 Conselhos de Administração e Política de Distribuição de Lucros.....	19
2.3 POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO	19
2.3.1 Determinantes da Política de Distribuição dos Lucros	20
3. MÉTODOS E PROCEDIMENTOS	23
3.1 A POPULAÇÃO E A AMOSTRA	23
3.2 A COLETA DOS DADOS.....	24
3.3 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	25
3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS	27
3.4.1 Correlação	27
3.4.2 Regressão Linear Simples.....	28
3.4.3 Hipóteses.....	29
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	30
4.1 COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO	30
4.1.1 Representantes do Controlador e Eleitos pelo Controlador Segmentado.....	34
4.1.3 Conselheiros Independentes Segmentados.....	35
4.1.4 Presidência do Conselho e Presidência da Instituição	36

4.2 ASPECTOS DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	38
4.2.1 Dividendos e Juro Sobre Capital Próprio	38
4.2.2 Payout e Payout Total	39
4.3 A COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS.	40
4.3.1 Correlação entre as variáveis	41
4.3.2 Regressão	42
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
REFERÊNCIAS	49
- ANEXO A -	51
- ANEXO B -	52
- ANEXO C -	53
- ANEXO D -	54

LISTA DE TABELAS, GRÁFICOS E FIGURAS

Figura 1: Sistema de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p.16).-----	14
Gráfico 1: Controle Acionário-----	26
Gráfico 2: Níveis de Governança Corporativa-----	26
Gráfico 3: Natureza Jurídica-----	26
Gráfico 4: Presidência do Conselho e Presidência da Instituição exercida pela mesma pessoa.-----	37
Gráfico 5: Presidência e Natureza Jurídica-----	37
Gráfico 6: Presidência e Controle Acionário-----	37
Gráfico 7: Presidência e Níveis de Governança Corporativa-----	38
Gráfico 8: Dispersão dos valores de payout-----	40
Gráfico 9: Dispersão dos valores de payout total-----	40
Gráfico 10: Dispersão entre conselheiros independentes e payout-----	44
Gráfico 11: Dispersão entre conselheiros independentes e payout total-----	44
Gráfico 12: Dispersão entre conselheiros eleitos pelo controlador e payout-----	45
Gráfico 13: Dispersão entre conselheiros eleitos pelo controlador e payout total-----	45
Tabela 1: Quantificação dos Conselheiros-----	30
Tabela 2: Classificação dos Conselheiros-----	31
Tabela 3: Conselheiros eleitos pelo controlador e independentes.-----	33
Tabela 4: Percentual de conselheiros eleitos pelo controlador.-----	34
Tabela 5: Segmentação dos Conselheiros eleitos ou representantes do controlador.-----	34
Tabela 6: Segmentação dos Conselhos de administração com conselheiros independentes.-----	36
Tabela 7: Montante da distribuição de lucros.-----	39
Tabela 8: Coeficientes de Correlação-----	42
Tabela 9: Coeficiente de Correlação amostra agrupada-----	43
Tabela 10: Coeficiente de Pearson e Coeficiente de Determinação-----	44

1. INTRODUÇÃO

O debate acerca da governança corporativa tem recebido crescente atenção da comunidade acadêmica e empresarial, envolvendo tópicos como o poder e a responsabilidade dos conselhos de administração, as regras relativas a aquisições hostis de controle acionário, a participação de investidores institucionais na gestão das companhias e as políticas de remuneração de executivos e conselheiros (DUTRA, 2002).

Especificamente, a composição dos conselhos de administração e a inserção de conselheiros independentes têm sido foco de estudos que procuram evidências da correlação existente entre o controle acionário da organização e o tratamento equânime das partes interessadas. Lembrando que a responsabilidade de um conselheiro se refere à organização, com o objetivo único de preservar e criar valor para a organização como um todo (IBGC, 2010).

Como será aprofundado, o conselho de administração é encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, e a política de distribuição de lucros é uma importante decisão a ser tomada pelos executivos e acionistas da empresa, de acordo com a estratégia a ser seguida. No Brasil, o controle das organizações está concentrado em poucos acionistas, ou seja, poucos acionistas têm o poder de decidir o montante e a forma de distribuição dos lucros (DECOURT, 2009).

Vários estudos têm sido desenvolvidos com o intuito de melhor compreender o conselho de administração e sua composição. Alguns estudos visam conectar os conselhos de administração com o desempenho da empresa (SANTOS, 2002), outros, com a intensidade da sua interferência nas decisões estratégicas (MURITIBA, 2009). A questão da sua composição e de seus papéis também é demandada pela academia (MOURA, 2009, DUTRA, 2002, GUERRA, 2009), assim como, a questão da independência de seus conselheiros e a possível convergência para melhores resultados (SANTOS, 2002).

É coerente imaginar que qualquer investidor que disponha de um patrimônio acionário preocupe-se com o valor, a rentabilidade e a liquidez de seu ativo. Olhar estes investidores como acionistas de fato e de direito, ampliando seus níveis de informação e desenvolvendo, através de seus atos administrativos, uma boa e consistente prática de governança corporativa é o que as empresas precisam (SANTOS, 2002).

O propósito central desse trabalho é analisar a conexão que pode existir entre o conselho de administração e a política de remuneração dos acionistas em empresas do setor financeiro. Verificar se existe alguma característica em sua composição que condiga de maneira

direta com as decisões apresentadas às assembleias de acionistas para definir de que forma e qual o montante de lucros auferidos que será distribuído.

Para explorar este tema, os conceitos e princípios de governança corporativa são revisados e a sua ligação, através dos conselhos de administração, com as decisões tomadas a fim de assegurar a preservação e criação de valor para a organização. Em seguida, as opções das instituições quanto à remuneração de seus acionistas são observadas e a procede-se a busca por um grau de explicação entre as variáveis.

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA E PERGUNTA DE PESQUISA

As decisões sobre como o lucro é distribuído são correlacionadas com as decisões de investimentos futuros, e conseqüentemente com a evolução e crescimento de uma organização. Essa decisão é deliberada pela assembleia geral de acionistas, com base na sugestão do conselho de administração.

Conforme a legislação brasileira, a eleição do conselho está ligada ao controle, através da posse de ações ordinárias, dos acionistas. Uma característica marcante nas organizações de capital aberto brasileiras é o fato de que seu controle é concentrado em poucos acionistas. Assim, na composição dos conselhos, é normal e legal, que grande número de conselheiros tenha sido eleito pelo controlador majoritário. Os princípios de governança corporativa visam a assegurar o tratamento equânime entre os acionistas da instituição, por isso é fundamental que o conselho de administração preze, acima de tudo, pela empresa e não no interesse de um grupo de acionistas.

A decisão sobre os investimentos futuros da organização são uma importante diretriz estratégica, espera-se que a possível influência do acionista principal na composição dos conselhos de administração não interfira na evolução da organização de uma forma desigual para com os outros acionistas.

Assim, será que existe relação entre a composição do conselho de administração e a política de distribuição de lucros nas instituições financeiras listadas na BmF&Bovespa?

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos geral e específicos para a realização deste trabalho são descritos a seguir.

1.2.1 Objetivo geral

Analisar a relação entre a composição dos Conselhos de administração e a política de distribuição de lucros das instituições financeiras listadas na BM&FBOVESPA.

1.2.2 Objetivos específicos

- Analisar a atual composição dos conselhos de administração das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa.
- Identificar aspectos de sua política de dividendos.
- Identificar correlação entre a política de dividendos e a composição dos conselhos de administração destas instituições financeiras.

1.3 JUSTIFICATIVA

Verificar a existência de relação direta entre a composição do conselho de administração e a política de distribuição de lucros evidencia a transparência e o tratamento equânime aos acionistas. Apesar deste processo ser deliberado em assembleia, por todos os acionistas, o acionista majoritário tem maior poder de decisão e sabe-se que este processo tem grande influência na sugestão do conselho de administração.

A escolha das instituições financeiras deu-se por ser um mercado com empresas de diversos tamanhos e por possuir representativa concentração no seu controle. O setor financeiro, mais do que uma forma de investir no mercado de capitais, é responsável pela intermediação financeira entre as demais pessoas jurídicas e físicas, seja pela aplicação ou captação de recursos, ou pelos serviços oferecidos. A estratégica de uma instituição financeira influencia mais do que o valor da própria instituição, influencia o segmento, a atividade ou o setor no qual ela quer fortificar seus negócios, conforme as políticas monetárias em vigor.

Justifica-se o estudo pois a política de distribuição de lucros será visualizada em termos de ter sido, ou não, influenciada indiretamente pelo controlador na instituição, através da

correlação entre a proporção de conselheiros independentes e eleitos pelo controlador pela razão da soma dos dividendos e juros sobre capital próprio e lucro líquido.

Este trabalho está estruturado na seguinte forma: no Capítulo 2 uma revisão sobre o conceito e as boas práticas de governança corporativa para introduzir a importância do papel do Conselho de Administração, sua composição e relação com a política de distribuição de lucros. Ainda no segundo capítulo, os fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos são revisados. Os procedimentos metodológicos utilizados constam no Capítulo 3, e no quarto capítulo são relatados os resultados encontrados e as análises realizadas. Finalmente, o Capítulo 5 traz as considerações finais sobre o que foi aprendido durante a realização do estudo e outras indagações que poderão ser melhor esclarecidas em próximas investigações.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Faz-se necessário, inicialmente, uma revisão sobre os conceitos e as práticas de governança corporativa para compreender o papel do conselho de administração dentro das organizações como elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar sua relação, além de ser encarregado pelo processo de decisão do direcionamento estratégico (IBGC, 2010, p.29).

Em seguida, após discorrer sobre as atribuições do conselho e sua composição parte-se para a revisão da relação de equilíbrio que deve existir a fim de gerir os conflitos de interesses que acabam impactando no direcionamento estratégico.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo o IBGC (2010, p.15) – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – os princípios e as práticas de governança corporativa aplicam-se a qualquer tipo de organização, indiferente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle. Assim organizações do terceiro setor, cooperativas, empresas estatais e órgãos governamentais podem avaliar quais práticas seguir e de que maneira melhor adaptá-las a sua realidade.

O principal objetivo de incorporar boas práticas à organização é o aumento do valor da companhia, pois esta incorporação repercute em redução de custos de capital, viabilizando a captação de recursos no mercado de capitais. Para os investidores, a análise destas práticas auxilia na decisão de investimento, uma vez que elas determinam o nível e as formas de atuação destes na companhia (CVM, 2002, p.11). Contudo a OCDE (2011) expande essa ideia afirmando que a “integridade das corporações, instituições financeiras e mercados é especialmente importante para a saúde de nossas economias e sua estabilidade”, ratificando a importância da governança corporativa (OCDE, 2011).

Para entender este possível aumento de valor da organização e a importância para a economia mundial é preciso analisar o conceito de governança corporativa e a indicação das melhores práticas, conforme segue.

2.1.1 Definição de Governança Corporativa

Entre as definições que serão vistas a seguir, nota-se a importância dada à otimização da relação entre as partes interessadas e o desempenho/valor da organização.

Inicialmente, a OCDE (2011) - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, afirma que a governança corporativa cuida da estrutura institucional e política das corporações, desde o início do empreendimento, passando por suas estruturas de governança, direito societário e privatização, até a saída do mercado e a insolvência.

Para o IBGC (2010, p.19):

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p.11) define que,

“Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

Governança corporativa para Carvalho (2002) como os “mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”, minimizando os problemas de agência. Tirole (2001), afirma que governança corporativa é a defesa dos interesses dos acionistas.

Segundo a OCDE (2010), os princípios indicados nos conceitos acima são um instrumento vivo que contém normas não vinculativas e boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser adaptados às circunstâncias específicas de cada país e região.

2.1.2 Melhores Práticas

Estas recomendações serão vistas a seguir, baseadas nas diretrizes da OCDE e do IBGC.

Os princípios de governança corporativa da OCDE, abaixo descritos, são reconhecidos internacionalmente e visam garantir a integridade das corporações em seus processos de gestão, e de relacionamento com as partes interessadas, também com o propósito de manter a

saúde das organizações e sua estabilidade. A intenção é que os princípios sejam concisos, compreensíveis e acessíveis à comunidade internacional (AKATU, 2011).

- I. Garantir a base para um sistema eficaz de governança corporativa. O sistema de governança corporativa deve promover mercados transparentes e eficazes e ser coerente com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei.
- II. Direitos dos acionistas e principais funções da propriedade. O sistema de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
- III. Tratamento equitativo dos acionistas. O sistema de governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.
- IV. Papel de outras partes interessadas na governança corporativa. O sistema de governança corporativa deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre corporações e partes interessadas para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.
- V. Divulgação e transparência. O sistema de governança corporativa deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e governança da empresa.
- VI. Responsabilidades do Conselho de Administração. O sistema de governança corporativa deve garantir a orientação estratégica da empresa, o monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas (OCDE, 2011).

O IBGC (2010, p.19) indica como princípios a *transparência* – mais do 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 em 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. A *equidade*, que se caracteriza pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas. A *prestação de contas (accountability)*, na qual os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e, por fim, a *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.

O IBGC (2010, p. 16) apresenta uma figura que demonstra como se relacionam proprietários, conselho de administração, diretoria e órgão de controle.

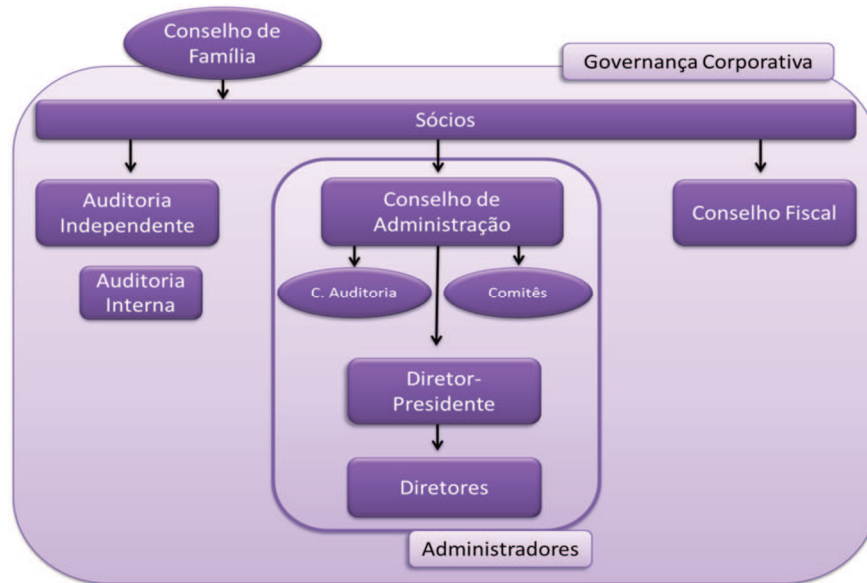


Figura 1: Sistema de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p.16).

É possível verificar a posição central ocupada pelo Conselho de Administração, elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. Como será aprofundado, o Conselho de Administração é encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. É o principal componente do sistema de governança (IBGC, 2010, p.29).

2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

No Brasil, segundo a Lei 6.404 de 1976, Art. 138-§ 2º, todas as companhias abertas e as de capital autorizado têm, obrigatoriamente, conselho de administração, que é órgão de deliberação colegiado que pode ou não, participar da administração da organização conforme disposição no estatuto desta última.

Segundo o IBGC (2010, p.29) o Conselho de Administração é “órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”. O Conselho é eleito, recebe poderes e presta contas aos sócios, sem perder de vista as demais partes interessadas, seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização, deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros.

A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas, de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta (IBGC, 2010, p.29).

Também a CVM (2002, p.5) recomenda que o conselho de administração deva “atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento” e incorpora a ideia de conselheiros independentes dizendo que o conselho deve ter o “maior número possível de membros independentes da administração da companhia”.

Com objetivos de cumprir sua missão o Conselho de Administração recebe competências legais e atribuições estatutárias.

2.2.1 Atribuições do Conselho de Administração

A lei 6404/1976 traz em seu Art. 142 as competências do conselho, quais sejam:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Entre as atribuições que o IBGC (2010, p. 29) dispõe para o conselho, de modo geral, ele deve zelar pelos valores e propósitos da organização e traçar suas diretrizes estratégicas. Para que o interesse da organização sempre prevaleça, o conselho deve prevenir e administrar situações de conflitos de interesses e administrar divergências de opiniões. As discussões, aprovações e monitoramento de decisões envolvem a estratégia, a estrutura de capital, o perfil de risco a ser tolerado, fusões e aquisições, contratação, dispensa, avaliação e remuneração do

diretor-presidente e dos demais executivos, a escolha e avaliação da auditoria independente, práticas de Governança Corporativa, sistema de controles internos, política de gestão de pessoas e Código de Conduta.

2.2.2 Composição dos Conselhos de Administração

Diversos fatores influenciam na composição do conselho de administração, ressalta-se que a organização deve considerar a criação de um ambiente que permita a livre expressão dos conselheiros, com diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições (IBGC, 2010, p. 32).

Cada Conselho deve ter no mínimo três membros, eleitos pela assembleia-geral e destituídos por ela a qualquer momento e cabe ao estatuto da organização discorrer sobre o número de conselheiros (mínimo e máximo permitido), o modo de substituição dos conselheiros, o prazo de gestão, que não pode ser superior a três anos, permitida a reeleição, as normas de convocação, instalação e funcionamento do conselho que deliberará por maioria de votos e conforme o assunto se haverá estabelecimento de quórum qualificado (LEI 6404, 1976, Art. 40).

A eleição dos conselheiros é realizada pela assembleia geral, conforme a legislação pertinente. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de *voto múltiplo*, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários (LEI 6404, 1976, Art.141).

A mesma Lei, afirma no § 4º do artigo citado que terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto, seguidos dos titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social. O § 7º indica que sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado ao

acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compõem o órgão.

O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês e deve convergir objetivando criar um colegiado que possua alinhamento com os valores da organização e seu Código de Conduta, capacidade de defender seu ponto de vista a partir de julgamento próprio, visão estratégica e capacidade de ler e entender relatórios gerenciais, contábeis e financeiros (IBGC, 2010, p.32).

Além da estrutura de votação da assembleia-geral e a busca pelas qualificações de um conselho, existem tipos de conselheiros.

2.2.2.1 Tipos de Conselheiros

O modelo utilizado por Bhagat e Black (2000) classifica os conselheiros em quatro categorias: (1) *conselheiro representante do grupo controlador*, cujo indivíduo pertence ao grupo controlador da companhia ou é membro da família detentora ou participante do controle, ou ainda, integrante da esfera de governo que detenha ou participe do controle. (2) *conselheiro interno*: profissional que participa simultaneamente do conselho e da diretoria da organização. (3) *conselheiro afiliado*: profissional que possui uma das seguintes características: ex-funcionário da companhia ou grupo controlador, funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia, representante eleito dos funcionários, empregado sem cargo de diretoria, ex-integrante do governo ou de companhia estatal que detenha ou participe do controle e diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada. (4) *conselheiro independente*, cujo membro não tem ligação aparente com a companhia ou seus controladores.

Outro tipo de classificação é utilizado pelo IBGC (2010), no qual existem três categorias de conselheiros: (1) membro externo: conselheiros que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes, por exemplo, ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou funcionários do grupo controlador e seus parentes próximos, etc. (2) membro interno: conselheiros que são diretores ou funcioná-

rios da organização e (3) membro independente: conselheiros sem vínculo com a organização, a não ser participação irrelevante no capital.

Uma das propostas mais intensamente discutidas e normalmente apresentada como recomendação, é a inclusão de determinado número de conselheiros independentes, que possam desempenhar suas funções sem influência da administração da companhia ou de grupos específicos de acionistas, especialmente controladores (IBGC, 2010). A ideia básica é a de que estes profissionais teriam uma atuação mais crítica e objetiva da atuação dos diretores (executivos) no interesse do conjunto de acionistas da companhia (DUTRA, 2002, p.2), portanto é fundamental entender seu papel no conselho de administração.

2.2.2.2 Conselheiros Independentes

A quantidade de conselheiros independentes no conselho dependerá do grau de maturidade da organização, do seu ciclo de vida e de suas características. Recomenda-se que a maioria seja composta por independentes, contratados por meio de processos formais e com escopo de atuação e qualificação bem-definido (IBGC, 2010, p.37).

Também é o IBGC (2010, p. 38) que propõe as características de um conselheiro independente como não ter qualquer vínculo com a organização, não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador, não estar vinculado por acordo de acionistas, não ter sido empregado ou diretor da organização há pelo menos, três anos, não ser ou ter sido, há menos de três anos, conselheiro de organização controlada, não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização, não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização, não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro, não ter sido sócio, nos últimos três anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período, não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas, manter-se independente em relação ao CEO e não depender financeiramente da remuneração da organização.

Contudo, indiferente do tipo de conselheiro que o membro do conselho for, ele deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte

interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo e estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização, com o objetivo único de preservar e criar valor para a organização como um todo (IBGC, 2010).

2.2.4 Conselhos de Administração e Política de Distribuição de Lucros

A política de distribuição de lucros é uma importante decisão a ser tomada pelos executivos e acionistas da empresa, de acordo com a estratégia a ser seguida. No Brasil, o controle das organizações está concentrado em poucos acionistas, ou seja, poucos acionistas têm o poder de decidir o montante e a forma de distribuição dos lucros (DECOURT, 2009, p. 7).

Neste processo de decisão, esta política, definida pelo conselho de administração e aprovada pela assembleia-geral é divulgada incluindo os aspectos que afetaram o modo e montante de distribuição (IBGC, 2010).

Estudo realizado por Decourt (2009) identificou que a decisão final sobre a política de distribuição de lucros é, na maioria das empresas brasileiras, do conselho de administração que recebe a proposta da administração da empresa, ou seja, apesar da decisão legal ser da assembleia-geral, eles podem estar somente aprovando uma decisão do conselho de administração ou do conselho executivo. Segundo a pesquisa, o principal responsável pela definição da política de dividendos é o conselho de administração (61,29%), seguido pela assembleia (16,13%).

2.3 POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO

Uma empresa ao estabelecer sua política de dividendos agirá como um equilibrista. Por um lado, pagar muito em dividendos pode criar alguns problemas: pode ocasionar escassez de recursos para novos investimentos e talvez, o custo associado a novas emissões ou limitação de capital e seus investidores podem ter que enfrentar cargas tributárias maiores. Por outro lado, pagar pouco em dividendos também pode trazer problemas: pode ocasionar um aumento no saldo de caixa que pode levar a investimentos em projetos ruins. (DAMODARAN, 2002).

Algumas características do sistema tributário, do mercado, do negócio e dos próprios acionistas serão determinantes para a decisão do montante do lucro a ser distribuído. A fim de

estabelecer o fluxo de caixa livre para o acionista, Damodaran (2001, p. 414-415) afirma que partindo do lucro líquido da instituição devem ser retiradas todas as despesas de capital e somada à depreciação por ser um encargo não monetário. Deste montante deve ser subtraída a variação do capital circulante não monetário e somada à diferença e entre uma possível nova emissão de dívida e os pagamentos de dívida. Este é o fluxo de caixa deixado para os investidores em ações depois de atender a todas as necessidades: pagamento de dívidas, despesas de capital e capital circulante.

Para instituições financeiras, devido à complexidade de seus balanços patrimoniais em definir dívidas de curto e longo prazo e ter ativos e passivos em forma de compromissos financeiros, o mesmo autor, estabelece outra forma de calcular o montante a ser distribuído aos acionistas. Para estimar tal fluxo, Damodaran (2001, p. 416) começa classificando o lucro em três categorias distintas – “*lucro de juros líquido* de depósitos e empréstimos a uma taxa de juros mais alta, *lucro de arbitragem* por comprar direitos financeiros e vendê-los a um preço mais alto e *lucro de taxas e consultorias* por fornecer consultoria e serviços financeiros”. Para cada uma destas fontes de lucro é delineado o investimento em patrimônio líquido que seria necessário. Ao subtrairmos os investimentos do lucro líquido da instituição tem-se o fluxo de caixa livre para o acionista da instituição financeira.

Será que a política de dividendos altera o valor das ações ou dá apenas um sinal do seu valor? Para responder esta questão, os teóricos se dividem em três grupos: um grupo acredita que a política de dividendos não tem nenhuma relevância, outro grupo defende que um aumento na distribuição de dividendos aumenta o valor da empresa para o mercado, e um terceiro grupo crê, contrariamente, que o um aumento da distribuição de dividendos reduz o valor das ações (DAMODARAN, 2001, p. 362).

2.3.1 Determinantes da Política de Distribuição dos Lucros

Muitos são os fatores que influenciam na decisão sobre o montante e a forma com a qual a empresa fará a distribuição dos lucros aos acionistas, estes fatores vêm sendo analisados por diversos estudos em todo o mundo.

Inicialmente, no Brasil, é importante ter em mente que a forma pela qual a empresa distribuirá seus lucros pode ser definida entre distribuição de dividendos em dinheiros, como juros sobre capital próprio ou ganhos de capital, através da recompra de ações.

Procianoy (2006, p. 145-146) afirma que a forma mais comum é o pagamento de dividendos em dinheiro, após deliberação da assembleia-geral. Uma segunda forma é o pagamento de juros sobre capital próprio – JSCP, que possibilita a geração de um benefício fiscal para efeitos de imposto de renda, ou seja, o montante pago em forma de JSCP é dedutível da base do cálculo do imposto de renda até o montante da taxa de juro de longo prazo – TJLP – sobre o patrimônio líquido ao longo do ano. Apesar de ser tributado junto ao recebedor, o JSCP é uma vantagem fiscal real, pois a tributação do imposto de renda na pessoa jurídica é maior. A terceira maneira dentro das formas de pagamento de dividendos é a recompra de ações, na qual a empresa vai ao mercado de capitais recomprar as suas próprias ações, “quando o imposto sobre dividendos é maior do que aquele sobre ganhos de capital, a recompra de ações passa a ser uma alternativa maximizadora da riqueza do acionista”.

Quanto ao montante, a Lei 6404/76, aponta em seu art. 202 que os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância da metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos valores destinados à reserva legal ou para contingências. No § 2º deste mesmo artigo, lê-se que quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

No entanto, segundo Procianoy (2006, p. 142), o valor mínimo é flexível e “existe uma diferença muito grande nestes ajustes entre o imaginado e o real e, dependendo do caso e da montagem societária da empresa, a obrigação pode-se reduzir a zero”. Apesar da grande flexibilidade com o montante mínimo, o autor afirma que “as empresas pagam o montante de 25% do lucro líquido, mesmo que ele seja superior ao mínimo legal exigido”.

Além da questão tributária e legal, outros estudos foram realizados para verificar quais os determinantes da política de distribuição de lucros no Brasil. Entre os resultados Heineberg e Procianoy (2003) apresentaram que entre as variáveis analisadas, o lucro líquido e o montante de proventos pagos no ano anterior tiveram o maior poder explicativo (0,544 e 0,366, respectivamente) com significância de 1%. Quanto ao lucro líquido, os autores interpretam que à medida que o lucro aumenta, também cresce o valor pago em proventos e quanto aos proventos pagos no ano anterior, os autores acreditam que este resultado pode indicar que as empresas baseiam sua decisão no montante pago no ano anterior e no pagamento obrigatório de 25% do lucro líquido.

Decourt (2009) em seu estudo sobre o processo decisório da distribuição de lucros, através de entrevistas aos executivos, afirma que o lucro líquido (ajustado ou não) e a geração

de caixa são determinantes da política no pagamento de dividendos. Apesar do resultado já esperado, é possível utilizar a distribuição de lucros como sinalizador de expectativa de geração de caixa, pois ao responderem, metade dos executivos que a citam, referem-se à expectativa futura e outra metade considera a geração de caixa do período.

Em relação às instituições financeiras, um estudo de Weber (2008) que buscou explicar a política de dividendos das instituições financeiras no Brasil comenta que dentre as variáveis a que proporcionou um maior poder explicativo no modelo foi a que considerou o pagamento de proventos (soma de dividendos, bonificações e JSCP) em função do valor do ativo da instituição no mesmo trimestre do pagamento dos proventos. Segundo a pesquisa, também a variável retorno e ativo permanente se mostraram significativas para o modelo.

3. MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

A investigação sobre a relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de dividendos das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa foi realizada através de uma pesquisa descritiva. Segundo Leite (2008, p.52), a pesquisa descritiva é utilizada para descrever e explicar determinados fenômenos socioeconômicos. Como se trata de um estudo descritivo de um grupo de organizações é possível conceitua-lo em um estudo de caso.

Para analisar a relação acima mencionada, se utilizou de análise estatística descritiva e indutiva, assim dados quantitativos puderam trazer respostas significativas à pesquisa, e de técnicas de regressão linear simples. Segue o procedimento de amostragem, coleta de dados e técnicas de análise.

3.1 A POPULAÇÃO E A AMOSTRA

Uma amostra é dita probabilística se todos os elementos da população tiverem probabilidade conhecida e não zero de pertencer à amostra. A maneira mais fácil de selecionar uma amostra probabilística ou aleatória de uma população é atribuir a todos os elementos da população a mesma probabilidade de pertencer àquela amostra.

A constituição da amostra foi realizada através da identificação, junto ao site da Bm&FBovespa, das empresas listadas que pertenciam ao setor financeiro e outros, subsetor intermediários financeiros: bancos, outros intermediários financeiros, sociedades de arrendamento mercantil e sociedades de crédito e financiamentos.

A população é constituída por 35 instituições financeiras, e inicialmente pensou-se em analisar sua totalidade. No entanto, foram excluídas quatro empresas, devido à indisponibilidade de dados no Economática. Considerando tal ajuste, tomado como critério para a escolha das empresas, o grupo foi reduzido para 31 instituições financeiras, o que ainda é uma amostra probabilística com um erro amostral tolerado de 10%, conforme é calculado nas equações a seguir. O cálculo do tamanho de uma amostra probabilística¹ é dado por:

$$n_0 = \frac{1}{E_0^2}$$

¹ n_0 : primeira aproximação do tamanho amostral; E_0^2 : erro amostral tolerável; N : tamanho da população e n : tamanho da amostra.

$$n = \frac{Nn_0}{N + n_0}$$

3.2 A COLETA DOS DADOS

A identificação da composição dos conselhos de administração, da composição acionária, do cargo de presidente do conselho e diretor-presidente ser ocupado pela mesma pessoa, do comprometimento com algum nível de governança corporativa, das circunstâncias e da data de assembleia de eleição dos conselheiros foram obtidas através da análise dos Informativos Anuais enviados pelas companhias à Comissão de Valores Mobiliários, acessados do site da Bm&FBovespa. Estes informativos incluem a relação da totalidade dos membros eleitos após as assembleias de acionistas realizadas no primeiro semestre de 2009. Tais relatórios são obrigatoriamente apresentados pelas companhias até o fim do mês de agosto de cada ano e trazem informações sobre a composição do conselho de administração e da diretoria, além de dados sobre a atuação profissional pregressa e atual de cada um dos ocupantes de cargos nestes dois órgãos.

Inicialmente, para definir a composição dos conselhos de administração utilizou-se o modelo de Bhagat e Black (2000), que classifica os conselheiros em conselheiro representante do grupo controlador, conselheiro interno, conselheiro afiliado e conselheiro independente, cujas definições foram mencionadas anteriormente.

Em seguida, verificou-se se existe um controle definido, ou seja, se o controle é exercido por um acionista ou grupo de acionistas, vinculado por acordo de sócios ou sob controle comum, que possui formalmente mais de 50% das ações ou quotas com direito a voto da organização; ou por um controle pulverizado, caso a composição acionária esteja dispersa entre um grande número de acionistas, de tal forma que não exista um acionista ou grupo de acionistas capaz de exercer o controle de forma permanente (IBGC, 2010, p. 18). Na verificação do acionista ou grupo de acionistas controladores, também se verificou sua caracterização: se estatal ou privado.

Os dados financeiro-contábeis como lucro líquido, dividendos distribuídos, juros sobre capital próprio pagos e *payout* foram obtidos através do *software* Economática e das Informações Corporativas no site da Bm&FBovespa, os quais foram selecionados no período de 2008 a 2010. Este período foi escolhido pois é o mesmo das informações disponíveis quanto à composição dos conselhos de administração. Contudo, alguns dados de 2008 foram excluídos,

pois alguns conselhos de administração só foram eleitos em 2009, não estando sua composição anterior disponível.

Conforme Damodaran (2002, p.369), o *payout* é uma medida da política de dividendos. O *payout* – índice de pagamento de dividendos – é obtido através da divisão entre os dividendos pagos e o lucro líquido da empresa num período. Este índice, inicialmente, pode fornecer uma estimativa dos dividendos em períodos futuros. Segundo, pode fornecer uma avaliação quanto à proporção dos lucros que serão reinvestidos na empresa, uma vez que se pode identificar o índice de retenção ($1 - \textit{payout}$). Índices de *payout* maiores que um, indicam que a empresa está pagando mais do que seus lucros em dividendos.

Outro dado que foi utilizado no estudo foi a relação entre a remuneração total dos acionistas (dividendos + juros sobre capital próprio) e o lucro líquido auferido, ora denominado de *payout total*.

3.3 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Após tais definições e determinação da fonte de busca dos dados, a amostra utilizada neste estudo foi composta da seguinte forma.

Conforme explicado, do grupo inicial composto por 35 instituições financeiras, foram excluídas quatro empresas, devido à indisponibilidade de dados no Economática. Considerando tal ajuste, o grupo foi reduzido para 31 instituições financeiras.

Quanto ao controle acionário, pode-se verificar no Gráfico 1, que na amostra, 71% das instituições financeiras têm seu controle definido, normalmente observado como sendo o controle estatal – Governo de Estado ou o próprio Tesouro Nacional – ou de 1 a 2 empresas privadas. Enquanto que 29% possui seu controle pulverizado, normalmente constituído por grupo de empresas ou pessoas sem vínculo.

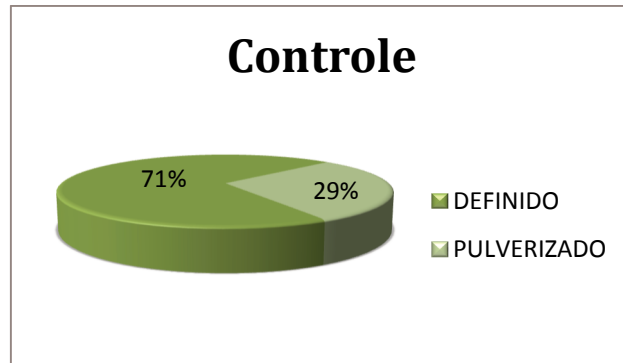


Gráfico 1: Controle Acionário

Outra segmentação, apresentada no Gráfico 2, considera a adesão em relação aos níveis de governança corporativa: uma empresa aderiu ao Novo Mercado, três aderiram ao Nível 2 de Governança Corporativa, onze estão no Nível 1 de Governança Corporativa e as demais 16 empresas não aderiram formalmente às regras e princípios.

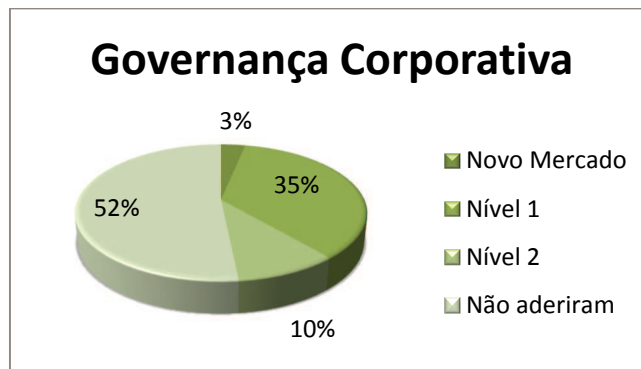


Gráfico 2: Níveis de Governança Corporativa

Conforme o Gráfico 3, a amostra possui oito instituições financeiras estatais e 23 instituições com controle acionário de capital privado.

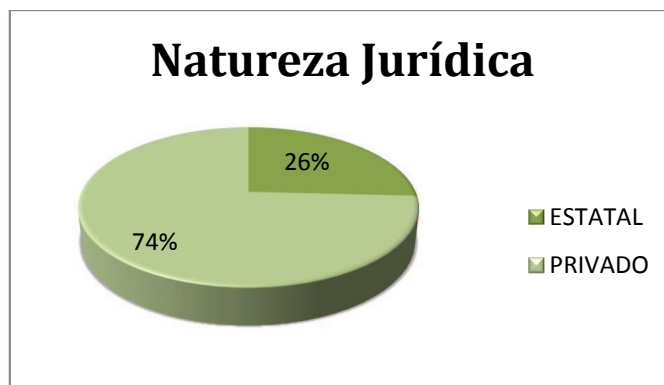


Gráfico 3: Natureza Jurídica

Agora serão vistos os métodos de análise dos dados coletados.

3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

Para a análise dos dados foram utilizadas ferramentas de estatística descritiva, análise de correlação e técnicas de regressão linear simples.

Após realizar a classificação dos conselheiros e separar as companhias conforme a segmentação mencionada anteriormente, o valor médio, a média ponderada pelo número de conselheiros de cada conselho, o desvio-padrão, o valor mínimo e máximo foram calculados a fim de comparar os resultados. Também a proporção entre o número de conselheiros independentes e o número de conselheiros eleitos pelo controlador foi mensurada, pois se trata da variável independente para a regressão linear realizada.

3.4.1 Correlação

Os valores dos coeficientes de correlação (r) estão sempre contidos no intervalo de $[-1, +1]$, de forma que se o coeficiente de correlação for igual a menos um (-1) a relação entre as variáveis é perfeitamente negativa (inversa) e quando for unitária positiva, a relação é perfeitamente positiva (direta). Um r igual à zero significa ausência de relacionamento linear.

A fórmula da correlação usada foi a seguinte:

$$r = \frac{\sum(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum(x_i - \bar{x})^2} \sqrt{\sum(y_i - \bar{y})^2}}$$

A grande contribuição da estatística indutiva é a possibilidade de testar as estimativas encontradas, poder fazer inferências e construir intervalos de confiança para encontrar o verdadeiro parâmetro da população, em outras palavras, o teste de hipóteses paramétrico envolve determinar a magnitude da diferença entre o valor observado de uma estimativa e o suposto valor do parâmetro e então decidir se a magnitude da diferença justifica a rejeição da hipótese.

Para verificar a existência de correlações entre as séries de dados, ou seja, verificar a existência de um relacionamento, interdependência, entre as variáveis, mediu-se a correlação dos seguintes pares de variáveis:

- Percentual de conselheiros independentes e payout.
- Percentual de conselheiros independentes e payout total.
- Percentual de conselheiros eleitos pelo controlador e *payout*.
- Percentual de conselheiros eleitos pelo controlador e *payout* total.

- Concomitantemente, a correlação entre os valores distribuídos em remuneração aos acionistas também foi mensurada entre os anos estudados.

3.4.2 Regressão Linear Simples

A análise de regressão linear simples leva em conta que para um dado valor de X_i (a variável explanatória), observa-se valores de Y_i (variável dependente). A relação entre estas duas variáveis podem ser representadas em um diagrama de dispersão, onde cada par de valores fornecerá um ponto e utilizando-se algum método para estimar desvios, é possível calcular a equação de uma curva de tendência, ajustada à nuvem de distribuição. A equação numa regressão linear simples segue o seguinte formato: $Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$, onde Y_i é uma variável aleatória, X_i é fixo ou não aleatório, ε_i é um termo de erro aleatório e α e β são os coeficientes linear e angular da equação, respectivamente, obtidos através de um método de estimação condizente com as premissas do modelo.

O objetivo dessa análise é prever o valor de uma variável, sendo conhecido o valor de uma ou mais variáveis, ou seja, o modelo quer verificar o efeito na variável dependente causado pelas variáveis independentes. Este poder explanatório é mensurado através do coeficiente de determinação (quadrado do coeficiente de correlação – R^2). Outra vantagem é o poder de previsão, a partir do modelo pronto é possível verificar qual deveria ser o valor da variável dependente para cada uma das variáveis independentes em momentos seguintes.

O processo de regressão linear múltiplo averigua o modelo com várias variáveis dependentes. Para este trabalho, optou-se, no entanto, em utilizar o método de regressão linear simples, com apenas uma variável independente para cada variável dependente e seguiu-se o procedimento a seguir:

- Análise de regressão linear simples entre o percentual de conselheiros independentes (variável independente) e o valor de *payout* (variável dependente).
- Análise de regressão linear simples entre o percentual de conselheiros independentes (variável independente) e o valor de *payout* total (variável dependente).
- Análise de regressão linear simples entre o percentual de conselheiros eleitos pelo conselho de administração (variável independente) e o valor de *payout* (variável dependente).
- Análise de regressão linear simples entre o percentual de conselheiros eleitos pelo conselho de administração (variável independente) e o valor de *payout* total (variável dependente).

Estas análises foram feitas para os anos de 2008, 2009 e 2010 agrupados, a fim de ter um maior número de observações.

3.4.3 Hipóteses

Dado a amostra e os objetivos desta pesquisa, as seguintes hipóteses foram testadas na busca pela identificação de relação entre a composição do conselho de administração e a política de distribuição de lucros das respectivas instituições financeiras.

- Hipótese Nula (H_0): a composição dos conselhos de administração afeta a política de distribuição de lucros das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa.
- Hipótese Alternativa (H_1): a composição dos conselhos de administração não afeta a política de distribuição de lucros das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Para melhor visualização dos resultados, eles serão apresentados conforme os objetivos específicos do trabalho. Inicialmente é apresentada a composição e o número de conselheiros dos conselhos de administração da amostra e em seguida decomposta pelos segmentos mencionados nos procedimentos metodológicos. Então, uma atenção é dada à premissa de ter o cargo de presidente do conselho administrativo e diretor-presidente exercido, ou não, pela mesma pessoa, assim como, é feita uma análise quanto à quantidade de conselheiros independentes.

Em seguida, são levantados aspectos da política de distribuição de lucros das instituições financeiras, sob o aspecto de dividendos e juros sobre capital próprio pagos, do valor de *payout* e do total de remuneração recebida pelos acionistas (dividendos + JSCP) sobre o lucro líquido da instituição.

Por fim, são relatadas as relações entre os valores distribuídos aos acionistas e aspectos da composição dos conselhos de administração como o percentual de conselheiros independentes e percentual de conselheiros eleitos pelo controlador.

4.1 COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

A primeira atitude para analisar a composição dos conselhos de administração foi levantar o número de conselheiros em cada conselho. Os valores variaram entre três e treze conselheiros por conselho e a distribuição de frequência segue na tabela 1.

CONSELHEIROS	
Nº de Conselheiros	Frequência
3 --- 4	4
4 --- 5	3
5 --- 6	4
6 --- 7	12
7 --- 8	2
8 --- 9	1
9 --- 10	4
10 ---	1

Tabela 1: Quantificação dos Conselheiros

É possível verificar que, conforme a legislação, todos os conselhos possuem mais de três conselheiros (valor mínimo). Conforme é visualizado, a maioria dos órgãos colegiados compreende mais de seis pessoas, o que segue as recomendações do IBGC (2010, p. 36) de ter entre cinco e onze conselheiros, apesar de muitas dessas empresas não terem formalmente aderido a algum nível de governança corporativa.

O próximo passo foi classificar cada um dos conselheiros. Os resultados estão na Tabela 2:

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO				
	TOTAL	CONTROLADOR	INDEPENDENTE	AFILIADO	INTERNO
ALFA HOLDINGS S.A.	3	2	0	3	1
BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	9	3	2	5	1
BCO ABC BRASIL S.A.	6	4	1	4	1
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	3	3	0	3	0
BCO AMAZONIA S.A.	6	5	0	6	1
BCO BRADESCO S.A.	9	5	0	5	1
BCO BRASIL S.A.	6	3	3	3	1
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	6	5	1	5	2
BCO DAYCOVAL S.A.	4	2	2	2	1
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	8	3	0	6	1
BCO ESTADO DO PARA S.A.	6	2	0	2	0
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	9	3	0	3	2
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	4	4	0	4	2
BCO INDUSVAL S.A.	6	2	2	2	2
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	7	2	0	5	2
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	9	7	0	7	3
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	6	2	0	4	1
BCO PANAMERICANO S.A.	6	2	2	3	0
BCO PATAGONIA S.A.	6	3	0	3	0
BCO PINE S.A.	4	1	3	1	0
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	5	1	2	1	0
BCO SOFISA S.A.	5	2	3	2	0
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	6	6	0	6	2
BRB BCO DE BRASILIA S.A.	6	2	0	2	0
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	3	2	0	2	1
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	3	1	0	1	0
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	7	6	0	6	0
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	13	2	0	5	3
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	6	5	0	6	1
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	5	2	0	4	0
PARANA BCO S.A.	5	3	1	3	1

Tabela 2: Classificação dos Conselheiros

A tabela acima também identifica as instituições financeiras analisadas e o número total de conselheiros. A partir da terceira coluna constam o número de conselheiros representantes do acionista controlador, o número de conselheiros independentes, o número de conselhei-

ros afiliados e o número de conselheiros internos. O total de conselheiros na amostra foi de 187 pessoas, com média amostral de 6,03 conselheiros e um desvio-padrão de 1,59. Ao testar as hipóteses para a média populacional – $H_0: \mu = 6$ e $H_1: \mu \neq 6$ – com nível de confiabilidade de 95%, não se rejeita a hipótese nula, indicando o parâmetro para a média populacional.

Ao ponderar o valor pelo total de conselheiros, em média, 3,24 conselheiros são representantes do controlador, em outras palavras, é possível observar que em vários casos mais da metade do conselho é ligado diretamente ao acionista majoritário. O desvio-padrão amostral foi 1,07 e os valores absolutos variaram entre um e sete, ou seja, sempre há representantes do controlador no conselho e este número chegou até sete representantes. Para $H_0: \mu = 3$ e $H_1: \mu \neq 3$, ao níveis de 10%, 5% e 1% não foi possível rejeitar a hipótese nula.

Onze instituições possuem conselhos independentes, com a obtenção de 22 conselheiros sem ligação aparente com a empresa, a média geral ponderada foi de 0,71 pessoas, com desvio de 1,72. Para $H_0: \mu = 0$ e $H_1: \mu > 0$, o valor encontrado se mostra significativo ao nível de 1%, evidenciando uma prática pouco utilizada. Contudo, ao considerar somente as instituições financeiras que têm conselhos independentes a média sobe para dois conselheiros. O valor mínimo foi zero, considerando que muitos conselhos não têm esta prática e o valor máximo foi três.

Quanto aos conselheiros afiliados, conforme a conceituação dada por Bhagat e Black (2000), percebe-se a existência de uma concentração de pessoas que já estiveram ligadas à instituição ou ao controlador. Por exemplo, nas empresas de natureza jurídica estatal, é comum encontrar, dado que são instituições financeiras, secretários da Fazenda de Estado, do Tesouro Nacional como representantes no conselho, até que ponto eles podem ser classificados como afiliados ou representantes do controlador. Ou seja, percebe-se que os atuais representantes do controlador também tem as características para pertencer ao grupo de afiliados, foram funcionários do grupo controlador ou são ex-integrantes do governo ou de companhia estatal, o que dificulta a classificação.

Para os conselheiros internos, onde existem pessoas pertencentes ao conselho e concomitantemente à diretoria, o caso mais comum é quando o diretor-presidente da instituição é o vice-presidente do conselho, o que ocorre em 20 empresas da amostra. Nas outras 11 empresas não há esta relação de pertencer ao conselho e à diretoria.

Antes de segmentar a amostra, outro aspecto relevante é o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador, como foi visto na revisão teórica as possibilidades de votação. A partir dos percentuais é possível notar em seis empresas, também conselheiros independentes

são eleitos pelo controlador, o que parece incoerente, uma vez que o controlador decide quem será a pessoa que deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo e estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização, com o objetivo único de preservar e criar valor para a organização como um todo.

Outro aspecto apresentado na Tabela 3 é o percentual de conselheiros independentes, que será melhor analisado da seção 4.1.3.

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	TOTAL	ELEITO PELO		INDEPENDENTES	%
		CONTROLADOR	%		
ALFA HOLDINGS S.A.	3	2	66,7%	0	0,0%
BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	9	6	66,7%	2	22,2%
BCO ABC BRASIL S.A.	6	6	100,0%	1	16,7%
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	3	3	100,0%	0	0,0%
BCO AMAZONIA S.A.	6	5	83,3%	0	0,0%
BCO BRADESCO S.A.	9	9	100,0%	0	0,0%
BCO BRASIL S.A.	6	3	50,0%	3	50,0%
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	6	6	100,0%	1	16,7%
BCO DAYCOVAL S.A.	4	4	100,0%	2	50,0%
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	8	7	87,5%	0	0,0%
BCO ESTADO DO PARA S.A.	6	6	100,0%	0	0,0%
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	9	9	100,0%	0	0,0%
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	4	1	25,0%	0	0,0%
BCO INDUSVAL S.A.	6	3	50,0%	2	33,3%
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	7	7	100,0%	0	0,0%
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	9	8	88,9%	0	0,0%
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	6	5	83,3%	0	0,0%
BCO PANAMERICANO S.A.	6	6	100,0%	2	33,3%
BCO PATAGONIA S.A.	6	6	100,0%	0	0,0%
BCO PINE S.A.	4	1	25,0%	3	75,0%
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	5	5	100,0%	2	40,0%
BCO SOFISA S.A.	5	3	60,0%	3	60,0%
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	6	4	66,7%	0	0,0%
BRB BCO DE BRASILIA S.A.	6	6	100,0%	0	0,0%
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	3	2	66,7%	0	0,0%
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	3	3	100,0%	0	0,0%
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	7	7	100,0%	0	0,0%
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	13	13	100,0%	0	0,0%
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	6	5	83,3%	0	0,0%
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	5	5	100,0%	0	0,0%
PARANA BCO S.A.	5	4	80,0%	1	20,0%

Tabela 3: Conselheiros eleitos pelo controlador e independentes.

Dentre o total de conselheiros, 85% foram eleitos pelo controlador, a proporção obtida ao ponderar este valor pelo número de conselheiros em cada conselho é de 0,85561. Testes para esta proporção não foram significantes nem ao nível de 10%. Este fato é devido a grande

concentração de ações ordinárias em acionistas majoritários na amostra. A grande maioria das instituições financeiras possui mais de 80% de suas ações ordinárias concentrada em apenas uma pessoa ou uma empresa. Existem conselhos nos quais apenas um conselheiro foi eleito pelo controlador, e em outros, 100%.

A tabela 4 sintetiza o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador, evidenciando o grau de concentração:

CONSELHEIROS ELEITOS PELO CONTROLADOR	
% de Conselheiros	Frequência
0 --- 25%	2
25% --- 50%	2
50% --- 75%	5
75% --- 100%	22

Tabela 4: Percentual de conselheiros eleitos pelo controlador.

4.1.1 Representantes do Controlador e Eleitos pelo Controlador Segmentado

A classificação feita entre conselheiros eleitos pelo controlador e representantes do controlador foi segmentada pela natureza jurídica, controle acionário e governança corporativa conforme a tabela 5 abaixo:

		Natureza Jurídica		Controle Acionário		Governança Corporativa	
		Estatal	Privado	Definido	Pulverizado	Adepto	Não Adepto
Total de Conselheiros	Média	7,00	5,70	6,05	6,00	6,27	5,81
	Desvio Padrão	1,41	2,32	2,24	2,24	2,40	2,01
	Mínimo	6	3	3	3	4	3
	Máximo	9	13	13	9	13	9
Eleitos pelo Controlador	Média	6,09	5,92	5,95	10,93*	6,27	5,67
	Desvio Padrão	1,73	2,78	2,71	2,29	3,21	1,86
	Mínimo	3	1	1	3	1	2
	Máximo	9	13	13	9	13	8
Representantes do Controlador	Média	2,89	3,39	2,77	6,11*	3,00	3,48
	Desvio Padrão	0,99	1,77	1,32	1,316	1,387	1,797
	Mínimo	2	1	1	1	1	1
	Máximo	5	7	6	7	5	7

Os sinais *, ** e *** indicam a significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 5: Segmentação dos conselheiros eleitos ou representantes do controlador.

Sob o aspecto da natureza jurídica, se estatal ou privado, percebe-se que a média entre o total de conselheiros nas instituições privadas é um pouco menor, 5,70, enquanto que nas estatais é 7,00, cujo valor é superior à média total (6,03). Em relação aos eleitos pelo controlador, a média também é um pouco inferior nas instituições privadas em relação às instituições estatais, contudo, quando se trata dos representantes do controlador, a relação se inverte, e se tem um valor superior nas instituições privadas, 3,39, em relação às estatais, 2,89.

Já sob o aspecto do controle acionário, no qual 22 companhias possuem controle definido e nove, possuem o controle pulverizado, identifica-se uma maior diferença entre os valores médios dos conselheiros. No total de conselheiros, a média é muito próxima, 6,05 para companhias de controle definido e 6,00 para as de controle pulverizado. As respectivas médias para conselheiros eleitos e representantes do controlador para companhias com controle definido são 5,95 e 2,77. Em empresas com controle pulverizado verificou-se que o conselho de administração, muitas vezes, é formado pelos próprios acionistas, ou seja, cada um se elege, o que faz com o número de representantes seja superior, exemplos são a empresa Itausa Investimentos Itaú SA e o Banco Mercantil do Brasil AS.

Por fim, em relação às empresas adeptas aos níveis de governança corporativa, os valores são equilibrados em ambas as classificações. De um lado, empresas com nível de GC, possuem em média 6,27 conselheiros, dos quais 6,27 são eleitos pelo controlador e 3,00 são representantes desses. Por outro lado, empresas sem níveis de GC possuem, em média, 5,81 conselheiros, dos quais 5,67 são eleitos pelo controlador e 3,48 são seus representantes.

4.1.3 Conselheiros Independentes Segmentados

Agora, a segmentação por natureza jurídica, controle acionário e níveis de governança corporativa ocorre com o número de conselhos que possuem conselheiros independentes. Dos 31 conselhos analisados, 11 possuem conselheiros independentes, o que fornece, conforme já dito, uma média de dois conselheiros independentes nos casos em que eles ocorrem.

Verifica-se que entre as empresas estatais somente duas das oito companhias possuem conselhos independentes e entre as companhias privadas, nove das 23 possuem tal característica, uma proporção de 0,391 (privadas) contra 0,250 (estatais). A média de conselheiros considerando somente os casos em que há conselheiros independentes é 2,5 para estatais e 1,9 para companhias privadas.

Quanto ao controle acionário, nove empresas de 22 com controle definido possuem conselhos independentes, com média de 2,1 conselheiros, enquanto que duas de nove instituições financeiras com controle pulverizado possuem tal característica, numa proporção de 0,409 e 0,222 (significante ao nível de 10%), respectivamente.

E quanto às companhias adeptas aos níveis de governança corporativa, por um lado, 10 de 15 empresas adeptas possuem conselhos independentes, enquanto que apenas uma companhia das 16 não adeptas possui conselho independente, numa proporção de 0,667 e 0,063 (significante ao nível de 1%), respectivamente.

A tabela 6 indica os valores por segmentação dos conselhos independentes.

	Total	Natureza Jurídica		Controle Acionário		Governança Corporativa	
		Estatual	Privado	Definido	Pulverizado	Adepto	Não Adepto
Total de Conselhos	31	8	23	22	9	15	16
Conselhos Independentes	11	2	9	9	2	10	1
Proporção	0,355	0,250	0,391	0,409	0,222***	0,667	0,063*
Média de Conselheiros Independentes	2,0	2,5	1,9	2,1	1,5	2,0	2,0

Os sinais *, ** e *** indicam a significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 6: Segmentação dos conselhos de administração com conselheiros independentes.

O último aspecto quanto à caracterização da composição dos conselhos de administração é em relação ao cargo de presidência do conselho ser exercido pela mesma pessoa que exerce o cargo de diretor-presidente da companhia.

4.1.4 Presidência do Conselho e Presidência da Instituição

Esta característica se torna relevante, pois afeta a resolução dos conflitos de interesse e a mensuração do desempenho da diretoria realizada pelo conselho.

O gráfico 4 demonstra que em 19% das empresas ocorre dos dois cargos serem exercidos pela mesma pessoa. Durante o período estudado, esta característica era evidenciada nas seguintes instituições financeiras: Alfa Holding SA, Banco Daycoval SA, Banco Mercantil do Brasil SA, Brazilian Finance e Real Estate SA, Consórcio Alfa de Administração SA e Itausa Investimentos Itaú SA.

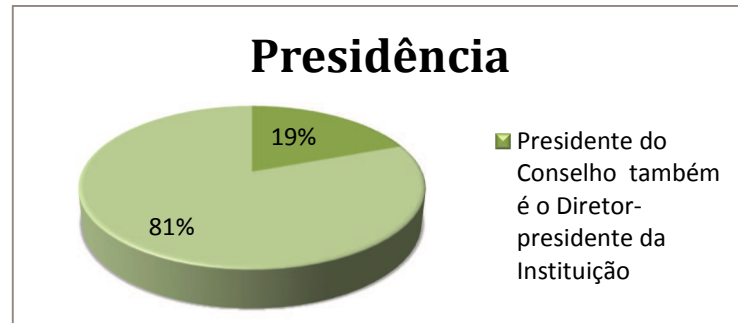


Gráfico 4: Presidência do Conselho e Presidência da Instituição exercida pela mesma pessoa.

Quando segmentados, conforme apresentado nos gráficos a seguir, pode-se identificar que, entre as empresas pesquisadas, a característica de ter os dois cargos exercidos pela mesma pessoa não consta entre instituições financeiras estatais, tampouco entre as que aderiram ao Novo Mercado ou Nível 2 de governança corporativa. Para os casos em que ocorre como em 6 companhias privadas, 4 de controle definido, 2 de controle pulverizado, 2 no Nível 1 de governança corporativa e em 4 que não aderiram aos níveis de governança sua proporção nunca é superior a 26,1%.

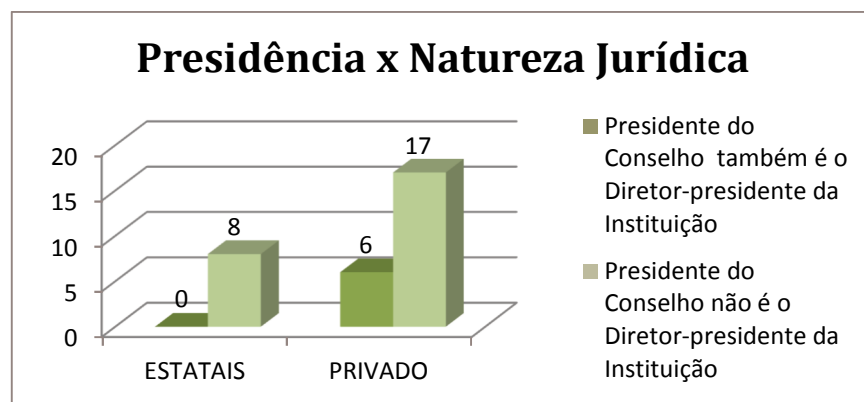


Gráfico 5: Presidência e Natureza Jurídica

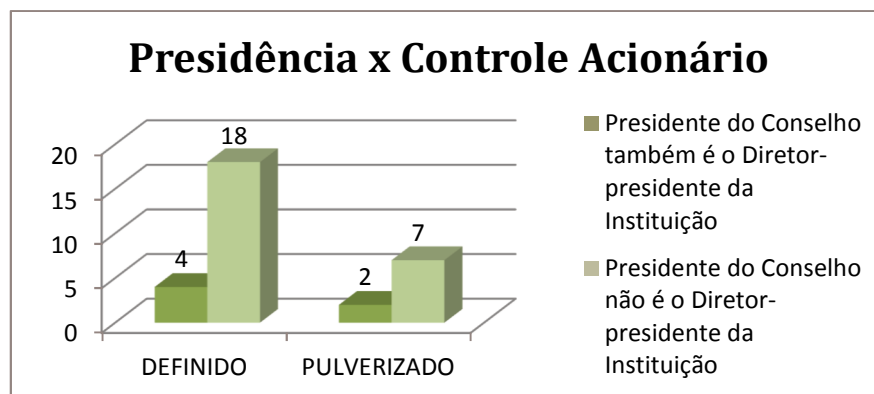


Gráfico 6: Presidência e Controle Acionário

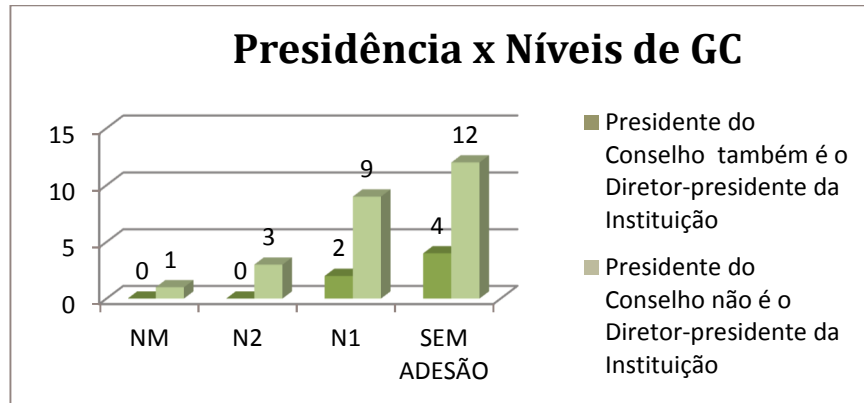


Gráfico 7: Presidência e Níveis de Governança Corporativa

Foi observado que uma prática destas empresas é ter o diretor-presidente da companhia no cargo de vice-presidente do conselho, o que ocorreu em 65% dos casos pesquisados.

4.2 ASPECTOS DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Esta subseção traz alguns aspectos da política de distribuição de lucros das instituições financeiras estudadas. Inicialmente serão vistos os valores nominais pagos em dividendos e juros sobre capital próprio e em seguida, a relação destes valores com o montante de lucro líquido auferido pela empresa entre os períodos de 2008 a 2010.

4.2.1 Dividendos e Juro Sobre Capital Próprio

O montante distribuído pelas instituições financeiras na forma de dividendos e de juros sobre capital próprio durante o período estudado é demonstrado na tabela abaixo. Contudo este valor é concentrado em um grupo de grandes instituições financeiras, como Bradesco SA, Banco do Brasil SA, Banco Santander SA e Itaú Unibanco SA, todas com volume pago como remuneração de acionistas superior a dois bilhões de reais por período, o que representa mais de 50% do montante total, anualmente.

MONTANTE DISTRIBUÍDO			
	R\$ milhares		
	2008	2009	2010
Dividendos	6.756.595	8.144.874	9.949.511
JSCP	9.781.243	11.790.452	14.285.099
Total	16.537.838	19.935.326	24.234.610

Tabela 7: Montante da distribuição de lucros.

Todas as instituições financeiras optaram por remunerar seus acionistas através de juros sobre capital próprio, o que condiz com a política de maximização do valor da empresa uma vez que este tipo de pagamento possui benefício fiscal à instituição. No entanto, não houve remuneração através de dividendos em 13, 14 e 15 instituições nos períodos estudados, respectivamente.

4.2.2 Payout e Payout Total

A relação entre os valores pagos aos acionistas, o lucro líquido e a relação de *payout* e *payout* total das instituições financeiras pesquisadas estão disponíveis no Anexo A, B e C, respectivamente.

No que diz respeito aos níveis de payout, há grande variação entre os valores conforme pode ser visto no gráfico abaixo. Como algumas instituições não pagaram dividendos, os índices de payout são zero em alguns casos. O valor médio de payout pago pelas instituições foi de 0,10, sendo o máximo de 0,82 pago pelo Banco do Estado do Pará SA, em 2009, e o mínimo de zero. Para testar este valor, de acordo com a legislação, optou-se por $H_0: \pi = 0,25$ e $H_1: \pi < 0,25$, no qual rejeita-se a hipótese nula a 10%, 5% e 1% de nível de significância. Conforme visto, este percentual é flexível e pela estimativa amostral não é possível afirmar que o valor pago pelas instituições financeiras listadas na Bolsa brasileira é igual a 25%.

Por sua vez, para payout total os valores aumentam, uma vez que a grande maioria das instituições financeiras optou por pagar JSCP e os dividendos compreendem a soma. O valor médio foi de 0,48. Valor máximo ocorrido em 2009, de 3,14, pago pelo banco Indusval SA e o valor mínimo foi de 0,00. Para esta proporção, os testes de hipóteses – $H_0: \pi = 0,25$ e $H_1: \pi > 0,25$ – rejeitam a hipótese nula para os níveis de significância de 10%, 5% e 1%, ou seja, não é possível afirmar que as instituições financeiras remuneraram seus acionistas com 25% dos lucros líquidos, na forma de dividendos e JSCP.

Os gráficos abaixo apresentam a dispersão dos valores por empresa. Muitos valores são zero conforme explicado, e não existe um padrão aparente quanto aos valores pagos. O eixo horizontal compreende as empresas estudadas.

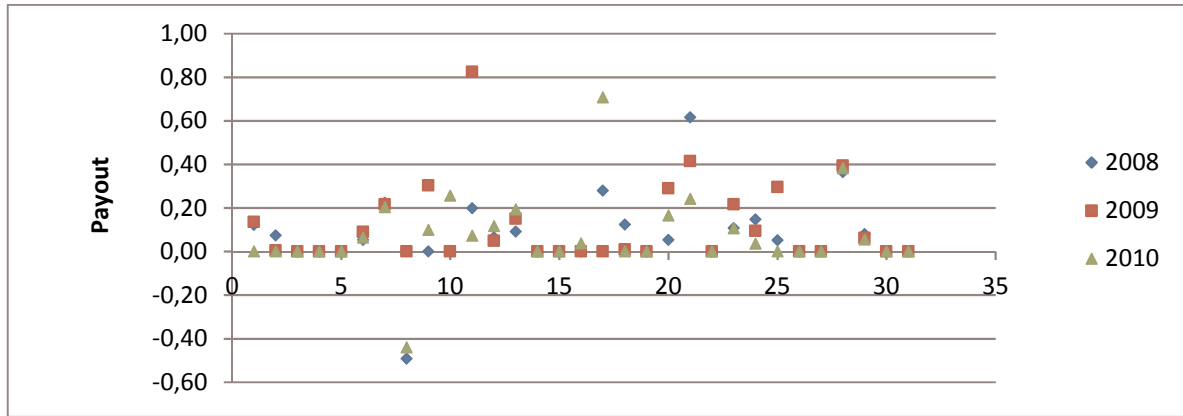


Gráfico 8: Dispersão dos valores de payout

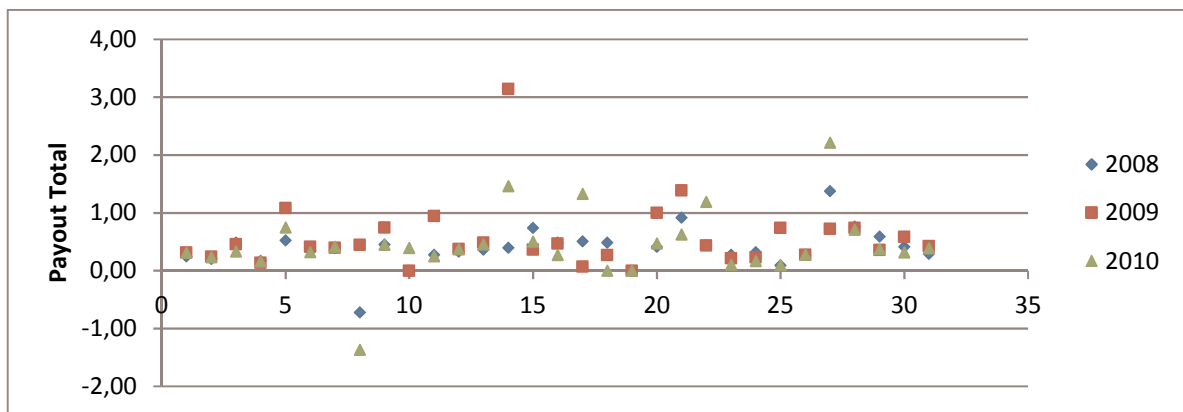


Gráfico 9: Dispersão dos valores de payout total

4.3 A COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS.

Para analisar a existência de relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de dividendos foram realizados procedimentos de mensuração da correlação e de regressão linear simples entre as variáveis.

Inicialmente foi mensurado o coeficiente de correlação entre o percentual de conselheiros independentes e o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador em cada conselho aos valores de dividendos sobre o lucro líquido e de total da remuneração dos acionistas sobre o lucro líquido auferido.

Em seguida, foram realizados procedimentos de regressão linear simples para verificar se as variáveis independentes - % de conselheiros independentes e % de conselheiros eleitos pelo controlador – tinham grau de explicação sobre as variáveis dependentes – *payout* e *payout* total.

4.3.1 Correlação entre as variáveis

Foram realizadas quatro combinações entre as diferentes variáveis. Primeiro testou-se a correlação entre o percentual de conselheiros independentes e o *payout*, em seguida este mesmo percentual com o *payout* total. Depois foi testado o percentual de eleitos pelo controlador e as duas variáveis dependentes.

Na tabela 8, são identificados baixos índices de correlação entre as variáveis dependentes (*payout* e *payout* total) e independentes (conselheiros independentes e eleitos pelo controlador). Os resultados para o percentual de conselheiros independentes variou entre 0,08312 (2008), 0,15320 (2009) e -0,00128 (2010) para o *payout* e 0,07979 (2008), 0,33954 (2009) e 0,11281 (2010) para *payout* total. Também são baixos os índices para o percentual de conselheiros eleitos pelo controlado. Em relação ao *payout*, -0,03323(2008), -0,05968 (2009) e -0,15508 (2010), e em relação ao *payout* total, 0,17181 (2008), -0,12228 (2009) e -0,06477 (2010). O único valor significativo ao nível de 10% foi o coeficiente de correlação entre *payout* total 2009 e conselheiros independentes (%), no qual não é possível afirmar que seja igual a zero. De modo geral, os testes aplicados não rejeitam a hipótese nula de que não haja correlação entre as variáveis.

O que leva a concluir que as variáveis independentes pouco ou não afetam as variáveis dependentes, em outras palavras, o percentual de conselheiros independentes e de conselheiros eleitos pelo controlador pouco explica a política de distribuição de lucros das empresas estudadas.

Outra informação da tabela abaixo é sobre as correlações entre os valores pagos em remuneração aos acionistas entre os anos estudados, que se mostram maiores, mas ainda com baixo grau de explicação.

Coeficientes de Correlação				
	<i>% Conselheiros Independentes</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
<i>% Conselheiros Independentes</i>	1			
<i>Payout 2008</i>	0,0831	1		
<i>Payout 2009</i>	0,1532	0,5105***	1	
<i>Payout 2010</i>	-0,0013	0,7290***	0,2494***	1
	<i>% Conselheiros Independentes</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
<i>% Conselheiros Independentes</i>	1			
<i>Payout total 2008</i>	0,07979	1		
<i>Payout total 2009</i>	0,3395***	0,2562***	1	
<i>Payout total 2010</i>	0,11281	0,7935***	0,3935***	1
	<i>% Eleito pelo Controlador</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
<i>% Eleito pelo Controlador</i>	1			
<i>Payout 2008</i>	-0,03323	1		
<i>Payout 2009</i>	-0,05968	0,5069***	1	
<i>Payout 2010</i>	-0,15508	0,7275***	0,2433***	1
	<i>% Eleito pelo Controlador</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
<i>% Eleito pelo Controlador</i>	1			
<i>Payout total 2008</i>	0,17181	1		
<i>Payout total 2009</i>	-0,12228	0,2562***	1	
<i>Payout total 2010</i>	-0,06477	0,7935***	0,3935***	1

Os sinais *, ** e *** indicam a significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 8: Coeficientes de Correlação

Conforme os coeficientes de correlação obtidos, é pouco provável que seja possível fazer uma regressão linear entre os valores, contudo seguiu-se o procedimento mencionado e os resultados estão descritos a seguir:

4.3.2 Regressão

Após encontrar os valores das variáveis, o passo seguinte foi realizar as regressões lineares entre o percentual de conselheiros independentes e conselheiros eleitos pelo controlador em relação ao *payout* e *payout total*.

Os dados para as regressões foram agrupados sem a distinção do ano, por isso, alguns dados de 2008 foram excluídos, levando em conta alguns conselhos de administração foram eleitos em 2009 e que a informação sobre a sua composição não estava disponível.

Inicialmente foram calculados os coeficientes de correlação entre as variáveis conforme a tabela 9. Novamente os valores não são altos, demonstrando baixo poder de explicação. Entre *payout* e conselheiros independentes o valor foi de 0,10227, e entre *payout* total e conselheiros independentes foi de 0,21196. Para a variável conselheiros eleitos pelo controlador, para a variável *payout* o valor encontrado foi de -0,06034 e para *payout* total, -0,17249.

Os testes de inferência estatística para o coeficiente de correlação (r), testando $H_0: r = 0$ e $H_1: r > 0$, evidenciam que para a variável *payout* não é possível afirmar que ela seja diferente de zero. No entanto, para a variável *payout* total, as estatísticas são significantes a 5% ($t = 1,9155$) para conselheiros independentes e a 10% ($t = 1,5465$), para conselheiros eleitos pelo controlador, cuja interpretação é que não é possível afirma que o respectivo coeficiente de correlação seja zero.

Assim, dada a amostra, é possível encontrar uma pequena correlação entre o número de conselheiros independentes e o *payout* total, assim como entre o número de conselheiros eleitos pelo controlador e o *payout* total.

Apesar dos valores baixos, é importante lembrar o significado de relação inversa dos valores negativos encontrados anteriormente: quanto maior o número de conselheiros eleitos pelo controlador, menor seria a relação entre montante de remuneração dos acionistas e lucro líquido, proporcional ao valor do coeficiente de correlação. Da mesma forma, um relação positiva (direta) poderia ser interpretada como quanto maior o número de conselheiros independentes, maior os níveis de *payout* e *payout* total, também proporcional ao coeficiente de correlação.

Coeficiente de Correlação		
	Payout	Payout Total
Conselheiros Independentes (%)	0,10227	0,21196**
Conselheiros eleitos pelo controlador (%)	-0,06034	-0,17249***

Os sinais *, ** e *** indicam a significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 9: Coeficiente de Correlação amostra agrupada

Foram realizadas quatro regressões (cujo cálculo consta no Anexo D) e o que determina se há relação linear entre as variáveis dependentes e independente é o coeficiente de determinação (R^2). A tabela 10 mostra os valores encontrados para o R^2 para a proporção de conselheiros e o *payout* e *payout* total.

	Correlação de Pearson (R)	Coefficiente de Determinação (R ²)	Coefficiente de Significância F (α=5%)
Payout			
Conselheiros Independentes (%)	0,10220	0,01046	0,8245
Conselheiros eleitos pelo controlador (%)	0,06033	0,00364	0,2849
Payout Total			
Conselheiros Independentes (%)	0,21195	0,04492	3,6691
Conselheiros eleitos pelo controlador (%)	0,17248	0,02975	2,3918

Tabela 10: Coeficiente de Pearson e Coeficiente de Determinação

Conforme é possível analisar, não houve regressão entre a proporção de conselheiros independentes e o payout, cujo R² tem o valor de 0,01046, tampouco houve regressão entre esta variável independente e o payout total, cujo R² foi de 0,04492.

Os gráficos abaixo mostram a dispersão dos dados para a regressão linear entre as variáveis mencionadas anteriormente:

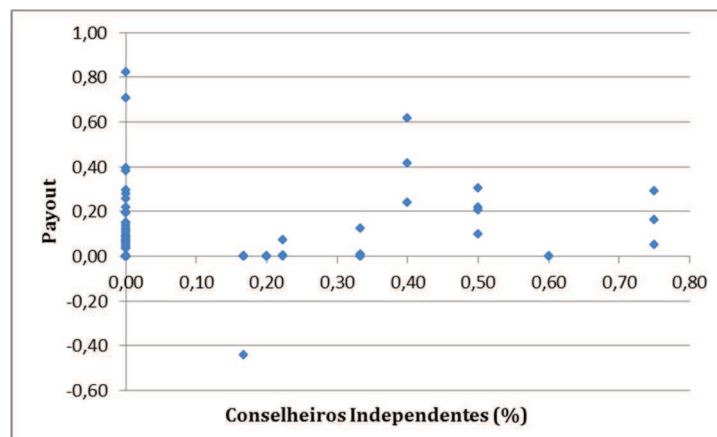


Gráfico 10: Dispersão entre conselheiros independentes e payout

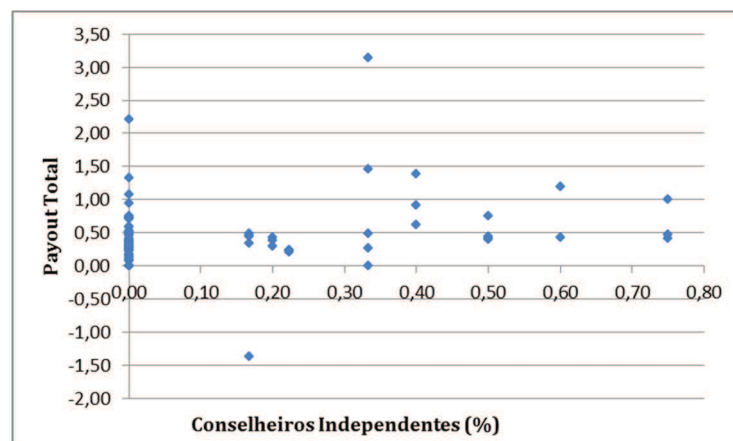


Gráfico 11: Dispersão entre conselheiros independentes e payout total

Para as variáveis, proporção entre conselheiros eleitos pelo controlador e payout e payout total, também não houve regressão e os valores do R^2 obtidos foram 0,00364 e 0,02975 respectivamente.

Os gráficos 10 e 11 apresentam a dispersão para os dados destas últimas duas regressões:

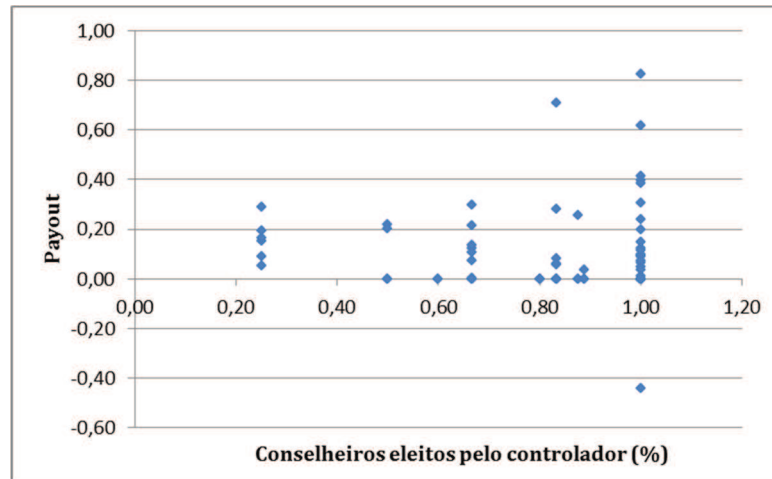


Gráfico 12: Dispersão entre conselheiros eleitos pelo controlador e payout

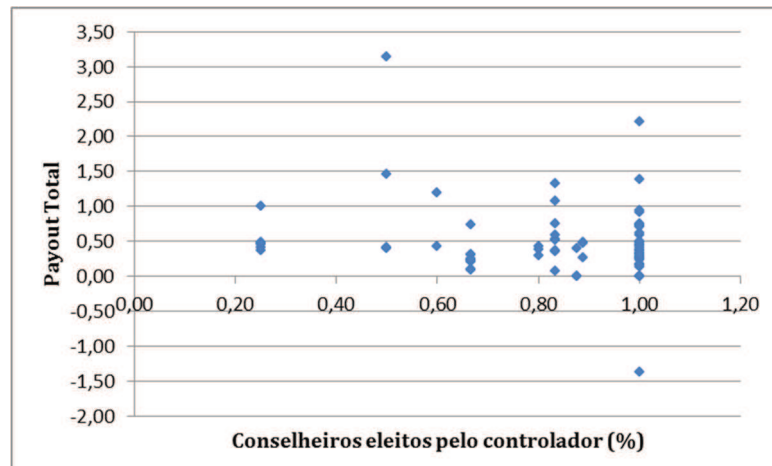


Gráfico 13: Dispersão entre conselheiros eleitos pelo controlador e payout total

Dos resultados obtidos, podemos concluir que para a amostra analisada a composição do conselho não afeta as decisões na política de distribuição de lucros.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho investigou os conselhos de administração das instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa, com o intuito de analisar a relação entre sua composição e a política de distribuição de lucros dessas empresas. O estudo foi realizado com as informações que abrangem o período de 2008 a 2010.

Inserido no contexto de governança corporativa e suas diretrizes, o conselho de administração é encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. A política de distribuição de lucros é uma importante decisão a ser tomada pelos executivos e acionistas da empresa, de acordo com a estratégia a ser seguida.

As principais relações que tentaram ser estabelecidas foram entre o percentual de conselheiros independentes e o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador com os níveis de remuneração dos acionistas: *payout* e *payout* total para testar a hipótese de que há interdependência entre estas variáveis.

Entre as evidências encontradas neste estudo, no que diz respeito à composição dos conselhos de administração identificou-se que em média os conselhos de administração das instituições financeiras possuem seis conselheiros, número superior ao mínimo legal e condizente com o recomendado pelo IBGC. Do total de conselheiros eleitos, cerca de 85% são eleitos pelo controlador, ocorre que neste mercado, há grande concentração de ações ordinárias em poucos acionistas, e conforme, normas legais, há relação direta entre o número de ações ordinárias e votos para o conselho. E, a um nível de significância de 5%, não é possível dizer que a média de conselheiros independentes é diferente de zero, o que mostra uma prática pouco utilizada.

Quando os conselheiros são classificados e a amostra é segmentada, tem-se que em média três conselheiros são representantes do controlador, sem diferença significativa entre a segmentação.

A recomendação do IBGC é de que a maioria do conselho de administração seja independente, contudo, na amostra segmentada pesquisada e testada para o parâmetro populacional, não houve evidências de que sua proporção seja igual a 50%, o teste supõe, com 95% de confiabilidade que a verdadeira proporção seja inferior a 50% do conselho.

Outra característica é que 19% das instituições financeiras têm o cargo de presidente do conselho de administração e de diretor-presidente exercido pela mesma pessoa, o que pode afetar a resolução dos conflitos de interesse e a mensuração do desempenho da diretoria realizada pelo conselho. Mesmo assim, uma prática destas empresas é ter o diretor-presidente da

companhia no cargo de vice-presidente do conselho, o que ocorreu em 65% dos casos pesquisados.

Quanto ao aspecto de política de distribuição de lucros, observou-se que existe concentração nos valores pagos devido a um pequeno número de grandes empresas, que representam mais de 50% do montante pago em dividendos e JSCP. Conforme os valores coletados, há preferência em distribuir os lucros na forma de JSCP pela maioria das instituições.

Os testes realizados com *payout* e *payout total* evidenciam que não é possível afirmar que o valor pago pelas instituições financeiras listadas na Bolsa brasileira em dividendos e JSCP é igual a 25% do lucro líquido ajustado. Segundo as hipóteses formuladas, com nível de significância de 5%, supõe-se que a proporção de dividendos é menor que 25% e que a proporção do total distribuído aos acionistas é superior a 25% do lucro líquido nas instituições financeiras.

A análise quanto a relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de distribuição de lucros mostra que para a relação com a variável *payout* não existem indícios de correlação, para os testes realizados, os valores não foram significativos. No entanto a correlação entre o *payout total* e o percentual de conselheiros independentes apresentou-se significativa ao nível de 5% e o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador, mostrou-se significativa ao nível de 10%. Ou seja, apesar dos baixos valores encontrados para o grau de explicação entre as variáveis, não é possível afirmar que esses coeficientes de correlação sejam iguais à zero.

Assim, dada a amostra, é possível encontrar uma pequena correlação entre o número de conselheiros independentes e o *payout total*, assim como entre o número de conselheiros eleitos pelo controlador e o *payout total*.

Nenhuma das quatro regressões realizadas teve resultados de R^2 que confirmassem algum grau de explicação entre as variáveis independentes – proporção de conselheiros independentes e de conselheiros eleitos pelo controlador – e as variáveis dependentes – *payout* e *payout total*. O coeficiente de determinação encontrado para a proporção de conselheiros independentes e o *payout* foi de 0,01046, para o *payout total*, R^2 foi de 0,04492. Entre a proporção de conselheiros eleitos pelo controlador, em relação ao *payout* o R^2 foi 0,00364 e para *payout total*, 0,2975.

Assim, após as observações e análises realizadas não é possível afirmar que exista relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de distribuição de lucros. Tal resultado, para as instituições financeiras listadas na Bm&FBovespa, de um lado, confirma que mesmo com grande representatividade no conselho de administração, a decisão estra-

tégica da remuneração dos acionistas, não parece ser influenciada pelo acionista majoritário de forma explícita, num tipo de política pontual que o beneficie. Por outro lado, a proporção de conselheiros independentes, também não afeta as decisões da política de distribuição de lucros.

Como não foi evidenciada a relação proposta,

Certamente, muitos estudos ainda poderão ser feitos no contexto de conselhos de administração e política de distribuição de lucros, pesquisas que envolvam outros segmentos de mercado, que colem seus dados através da entrevista direta aos conselheiros das companhias abertas ou outros métodos, que tentem relacionar a composição dos conselhos com outras variáveis na decisão estratégica.

REFERÊNCIAS

BHAGAT, S.; BLACK, B. **Board independence and long term firm performance**. New York, Columbia Law School, 2000. Working paper n. 143.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de novembro de 1976.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista Brasileira de Administração**, v. 27, n.3, p. 19-32, 2002.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookmann, 2002.

DECOURT, R. F. O Processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. 2009. 138 f. Tese (Doutorado em Administração) – PPGA/UFRGS. Porto Alegre, 2009.

DUTRA, M. G.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de administração Contemporânea**. São Paulo, v. 6 n. 2. p. 9-27, 2002.

GUERRA, S. Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil. 2009, 216 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade) – FCE/USP. São Paulo, 2009.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. **Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa**. Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças. 2003.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo. IBGC, 2010.

LEITE, F. T. **Metodologia Científica**: métodos e técnicas de pesquisa: monografias, dissertações, teses e livros. Aparecida- SP: Ideias e Letras, 2008.

MOURA, G. D; BEUREN, I. M. Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na Bm&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**. Florianópolis, v. 13, n. 29, p. 11-37, jan/abr, 2011.

MURITIBA, S. N. envolvimento dos conselhos de administração na estratégia das organizações. 2009. 159 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade) – FCE/USP. São Paulo, 2009.

PROCIANOY, J. L., A política de Dividendos e o Preço das Ações, capítulo do livro “**Gestão de Investimentos e Fundos**”, editado por Gyorgy Varga e Ricardo Leal, páginas 139-164, editora FCE. 2006.

SANTOS, G. Z. Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa. 2002. 101 f. Dissertação (Mestrado de administração) – PPGA/UFRGS. Porto Alegre, 2002.

TIROLE, J. The Theory os Corporate Finance. Apud: GUERRA, S. Os papéis do Conselho de administração em empresas listadas no Brasil. 2009. 216 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade) – FCE/USP: São Paulo, 2009;

WEBER, R. A. Política de dividendos no setor bancário brasileiro. 2008. 104 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – PPGA/UFRGS. Porto Alegre, 2008.

www.akatu.org.br Acesso em: 20 ago. 2011.

www.bmfbovespa.com.br Acesso em: 13 set. 2011.

www.cvm.gov.br Acesso em: 20 ago. 2011.

www.oecd.org Acesso em: 20 ago. 2011

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	DIVIDENDOS			JURO SOBRE CAPITAL PROPRIO			DISTRIBUIÇÃO TOTAL		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
ALFA HOLDINGS S.A.	6.552	5.515	0	6.818	7.432	13.512	13.370	12.947	13.512
BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	11.882	605	0	21.330	31.463	33.020	33.212	32.068	33.020
BCO ABC BRASIL S.A.	0	0	0	73.246	69.178	67.822	73.246	69.178	67.822
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	0	0	0	17.311	10.726	11.543	17.311	10.726	11.543
BCO AMAZONIA S.A.	0	0	0	113.704	28.490	106.360	113.704	28.490	106.360
BCO BRADESCO S.A.	410.228	718.327	637.056	2.295.093	2.631.611	2.562.158	2.705.321	3.349.938	3.199.214
BCO BRASIL S.A.	1.973.000	2.201.200	2.303.200	1.548.100	1.857.800	2.403.300	3.521.100	4.059.000	4.706.500
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	64.153	0	30.301	29.549	48.380	63.772	93.702	48.380	94.073
BCO DAYCOVAL S.A.	0	64.140	27.127	91.123	94.346	97.030	91.123	158.486	124.157
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	4.656	14.032	16.353	6.685	7.892	8.796	11.341	21.924	25.149
BCO ESTADO DO PARA S.A.	15.603	36.034	5.146	6.354	5.476	12.676	21.957	41.510	17.822
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	38.530	26.410	88.340	157.940	179.140	193.330	196.470	205.550	281.670
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	29.239	47.838	57.000	88.246	107.005	78.000	117.485	154.843	135.000
BCO INDUSVAL S.A.	0	0	0	28.653	40.199	38.482	28.653	40.199	38.482
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	0	0	0	1.066	1.561	1.336	1.066	1.561	1.336
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	0	0	6.980	20.957	18.968	43.265	20.957	18.968	50.245
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	117.493	0	221.709	97.868	34.362	195.572	215.361	34.362	417.281
BCO PANAMERICANO S.A.	11.848	1.622	0	34.890	46.000	0	46.738	47.622	0
BCO PATAGONIA S.A.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BCO PINE S.A.	7.087	24.325	26.650	47.941	59.848	49.836	55.028	84.173	76.486
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	973.000	750.000	1.780.000	480.000	1.760.000	2.849.889	1.453.000	2.510.000	4.629.889
BCO SOFISA S.A.	0	0	0	41.003	4.620	95.586	41.003	4.620	95.586
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	2.902	13.225	12.458	4.485	0	0	7.387	13.225	12.458
BRB BCO DE BRASILIA S.A.	16.300	18.095	9.232	19.499	26.340	34.567	35.799	44.435	43.799
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	4.760	3.140	0	3.960	4.733	7.599	8.720	7.873	7.599
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	0	0	0	15.375	18.957	17.094	15.375	18.957	17.094
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVES	0	0	0	730	912	1.004	730	912	1.004
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	2.852.000	3.977.000	4.483.000	3.123.777	3.483.053	3.854.670	5.975.777	7.460.053	8.337.670
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	217.362	243.366	244.959	1.377.925	1.164.683	1.391.021	1.595.287	1.408.049	1.635.980
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	0	0	0	2.918	2.686	7.992	2.918	2.686	7.992
PARANA BCO S.A.	0	0	0	24.697	44.591	45.867	24.697	44.591	45.867

VALORES DISTRIBUÍDOS AOS AÇIONISTAS

- ANEXO A -

- ANEXO B -

LUCRO LÍQUIDO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS ENTRE 2008 E 2010

LUCRO LÍQUIDO			
INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	R\$ milhares		
	4T2008	4T2009	4T2010
ALFA HOLDINGS S.A.	53.643	40.621	43.244
BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	161.285	131.163	142.159
BCO ABC BRASIL S.A.	150.088	151.154	202.757
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	100.321	76.783	71.415
BCO AMAZONIA S.A.	215.850	26.300	142.163
BCO BRADESCO S.A.	7.620.238	8.012.282	9.939.575
BCO BRASIL S.A.	8.802.869	10.147.522	11.296.009
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	-130.573	107.479	-68.852
BCO DAYCOVAL S.A.	200.150	211.088	274.695
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	0	0	63.690
BCO ESTADO DO PARA S.A.	78.397	43.695	71.295
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	590.873	541.096	760.031
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	320.531	318.204	295.088
BCO INDUSVAL S.A.	71.773	12.778	26.296
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	1.438	4.260	2.644
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	43.034	40.389	185.672
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	421.029	459.012	313.590
BCO PANAMERICANO S.A.	95.575	174.021	-187.297
BCO PATAGONIA S.A.	0	0	0
BCO PINE S.A.	132.987	83.759	162.073
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	1.580.613	1.805.899	7.382.093
BCO SOFISA S.A.	92.201	10.586	80.095
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	26.860	61.037	117.020
BRB BCO DE BRASILIA S.A.	110.317	190.455	263.142
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	92.201	10.586	80.095
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	55.027	67.850	61.183
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	529	1.256	453
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	7.803.483	10.066.608	11.708.000
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	2.699.680	3.930.204	4.417.000
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	7.054	4.550	25.107
PARANA BCO S.A.	84.127	104.301	117.423

- ANEXO C -

RELAÇÃO DE PAYOUT E PAYOUT TOTAL

INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	PAYOUT			PAYOUT TOTAL		
	Dividendos/lucro líquido			Distribuição/lucro líquido		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
ALFA HOLDINGS S.A.	0,12	0,14	0,00	0,25	0,32	0,31
BANESTES S.A. - BCO EST ESPÍRITO SANTO	0,07	0,00	0,00	0,21	0,24	0,23
BCO ABC BRASIL S.A.	0,00	0,00	0,00	0,49	0,46	0,33
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	0,00	0,00	0,00	0,17	0,14	0,16
BCO AMAZONIA S.A.	0,00	0,00	0,00	0,53	1,08	0,75
BCO BRADESCO S.A.	0,05	0,09	0,06	0,36	0,42	0,32
BCO BRASIL S.A.	0,22	0,22	0,20	0,40	0,40	0,42
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	-0,49	0,00	-0,44	-0,72	0,45	-1,37
BCO DAYCOVAL S.A.	0,00	0,30	0,10	0,46	0,75	0,45
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	0,00	0,00	0,26	0,00	0,00	0,39
BCO ESTADO DO PARA S.A.	0,20	0,82	0,07	0,28	0,95	0,25
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	0,07	0,05	0,12	0,33	0,38	0,37
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	0,09	0,15	0,19	0,37	0,49	0,46
BCO INDUSVAL S.A.	0,00	0,00	0,00	0,40	3,15	1,46
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	0,00	0,00	0,00	0,74	0,37	0,51
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	0,00	0,00	0,04	0,49	0,47	0,27
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	0,28	0,00	0,71	0,51	0,07	1,33
BCO PANAMERICANO S.A.	0,12	0,01	0,00	0,49	0,27	0,00
BCO PATAGONIA S.A.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BCO PINE S.A.	0,05	0,29	0,16	0,41	1,00	0,47
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	0,62	0,42	0,24	0,92	1,39	0,63
BCO SOFISA S.A.	0,00	0,00	0,00	0,44	0,44	1,19
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	0,11	0,22	0,11	0,28	0,22	0,11
BRB BCO DE BRASÍLIA S.A.	0,15	0,10	0,04	0,32	0,23	0,17
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	0,05	0,30	0,00	0,09	0,74	0,09
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	0,00	0,00	0,00	0,28	0,28	0,28
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	0,00	0,00	0,00	1,38	0,73	2,22
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	0,37	0,40	0,38	0,77	0,74	0,71
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	0,08	0,06	0,06	0,59	0,36	0,37
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	0,00	0,00	0,00	0,41	0,59	0,32
PARANA BCO S.A.	0,00	0,00	0,00	0,29	0,43	0,39

**- ANEXO D -
REGRESSÕES:**

1. Regressão linear simples entre o percentual de conselheiros independentes (variável independente) e o valor de *payout* (variável dependente).

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,102274745
R-Quadrado	0,010460124
R-quadrado ajustado	-0,002226285
Erro padrão	0,174280868
Observações	80

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	0,025043645	0,025044	0,824514154	0,3666606
Resíduo	78	2,369158037	0,030374		
Total	79	2,394201683			

2. Regressão linear simples entre o percentual de conselheiros independentes (variável independente) e o valor de *payout* total (variável dependente).

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,211959025
R-Quadrado	0,044926628
R-quadrado ajustado	0,032682098
Erro padrão	0,510793855
Observações	80

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	0,957310933	0,957311	3,669118093	0,059094633
Resíduo	78	20,35100829	0,26091		
Total	79	21,30831922			

3. Regressão linear simples entre o percentual de conselheiros eleitos pelo conselho de administração (variável independente) e o valor de *payout* (variável dependente).

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,060335637
R-Quadrado	0,003640389
R-quadrado ajustado	-0,009133452
Erro padrão	0,174880393
Observações	80

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	0,008715826	0,008716	0,284987812	0,594968659
Resíduo	78	2,385485857	0,030583		
Total	79	2,394201683			

4. Regressão linear simples entre o percentual de conselheiros eleitos pelo conselho de administração (variável independente) e o valor de *payout* total (variável dependente).

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,172489825
R-Quadrado	0,02975274
R-quadrado ajustado	0,017313672
Erro padrão	0,514835527
Observações	80

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	0,633980873	0,633980873	2,391879	0,126014911
Resíduo	78	20,67433835	0,26505562		
Total	79	21,30831922			