

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

UMA ANÁLISE DO IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

AN ANALYSIS OF THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON DIVIDEND DISTRIBUTION OF BRAZILIAN COMPANIES

Arthur Antonio Silva Rosa
Doutorando em Administração pelo PPGAdm da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
arthurasr@hotmail.com

Thalita Emanuelle Farias Bastos
Mestra em Administração pela Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal
de Uberlândia (UFU)
thalita.bastos.adm@gmail.com

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Doutora em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) da
Universidade de São Paulo (USP)
kribeiro@ufu.br

RESUMO

As transformações ocorridas no mercado financeiro sob a ótica da Nova Economia Institucional são plausíveis para explicar a formação das estruturas de governança, o qual interfere na gestão das organizações e em sua tomada de decisões, inclusive em relação à política de dividendos. Diante disso, esse trabalho analisou o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, considerando o período de 2010 a 2018. Foi utilizada uma regressão linear múltipla cujos coeficientes foram estimados pelo GMM e com dados em painel. Os resultados apontam que tanto as companhias menores quanto as maiores que possuem uma maior concentração acionária em um único acionista ou nos três maiores acionistas, tendem a distribuir mais dividendos. Porém, essa relação positiva se apresenta mais intensa nas empresas menores que possuem uma maior concentração acionária nos três principais acionistas. O artigo contribui por considerar três proxies de governança corporativa, o tamanho das empresas e a endogeneidade entre as variáveis de estudo.

Palavras-chave: Dividendos. Governança corporativa. Concentração acionária.

ABSTRACT

The transformations that have taken place in the financial market from the perspective of the New Institutional Economy are plausible to explain the formation of governance structures, which interfere in the management of organizations and their decision-making, including in relation to the dividend policy. Therefore, this work analyzed the impact of corporate governance on the distribution of dividends of non-financial Brazilian companies listed in B3, considering the period from 2010 to 2018. A multiple linear regression was used, whose coefficients were estimated by the GMM and with panel data. The results show that smaller companies that have a greater

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

concentration of ownership in a single shareholder or in the three largest shareholders tend to have a greater distribution of dividends. The article contributes by considering three corporate governance proxies, company size and endogeneity among the study variables.

Key-words: Dividends. Corporate governance. Ownership concentration.

1 INTRODUÇÃO

A visão e conhecimento econômico sobre o processo de mudança institucional foi impactada pela Nova Economia Institucional, a qual se baseia na ideia de que as instituições se formam através de complexos processos de negociação entre indivíduos, com objetivo de reduzir os custos de transação. Nessa nova visão, os princípios econômicos são utilizados para explicar as transformações das organizações ao longo do tempo, influenciando processos econômicos e sendo influenciadas por eles (BUENO, 2004).

Essa abordagem está intrinsecamente relacionada à governança corporativa, que representa a estrutura institucional dentro da qual a integridade das transações é decidida, de maneira discriminativa (BUENO, 2004). É o sistema pelo qual as organizações são geridas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais *stakeholders* (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC, 2015).

Uma das políticas abordadas pela governança diz respeito à destinação dos resultados de uma companhia, que podem ser reinvestidos e/ou distribuídos aos acionistas. Há diversos fatores que influenciam na distribuição de dividendos e na definição de sua política em cada organização e segmento, o que segundo Forti, Peixoto e Alves (2015), gera uma controversa para os pesquisadores da área de finanças a respeito do seu efeito no valor das organizações. E no Brasil, ainda há algumas especificidades como tributação, a possibilidade de pagamento através dos juros sobre capital próprio e os dividendos mínimos obrigatórios que tornam o estudo sobre dividendos ainda mais complexo.

Ao examinar a literatura internacional e nacional acerca da relação entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos, verifica-se que algumas pesquisas demonstraram uma relação positiva, conforme exposto por Mitton (2004), Arrazola, Hevia e Mato (1992) e Souza, Peixoto e Santos (2016). Mas, também foi encontrada relação negativa de acordo Jiraporn e Ning (2006) e Forti, Peixoto e Alves (2015).

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

O estudo realizado por Souza, Peixoto e Santos (2016) analisou a relação que a governança corporativa tem na distribuição de dividendos de corporações brasileiras de capital aberto não financeiras. Os resultados apurados constataram que aquelas que possuem melhores práticas de governança corporativa pagam dividendos maiores do que aquelas com práticas iniciais de governança, que a crise não influencia na maneira de distribuir dividendos e que alguns setores manifestaram significância estatística positiva na distribuição de dividendos. Mitton (2004) acrescenta que essa relação positiva é limitada principalmente a países com forte proteção ao investidor.

Já Forti, Peixoto e Alves (2015) chegaram à conclusão de que quanto menos conflito entre acionistas controladores e minoritários, menor a probabilidade de a firma pagar dividendos aos acionistas. Jiraporn e Ning (2006) também encontraram uma associação inversa entre os pagamentos de dividendos e os direitos dos acionistas, indicando que as sociedades pagam dividendos mais altos quando os direitos dos acionistas são mais suprimidos.

Diante desse panorama, o presente trabalho tem como problema de pesquisa: quais os impactos da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos em empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, de 2010 a 2018? O objetivo é analisar os efeitos da governança no pagamento de dividendos, analisando-se separadamente os níveis de governança corporativa e acrescentando uma variável de governança.

As instituições analisadas são as listadas na Bolsa de Valores e, tendo em vista as mudanças nas regras de contabilização de acordo às normas internacionais ocorridas no decorrer do ano de 2009, o período analisado será de 2010 a 2018.

Esse trabalho contribuirá na análise do impacto da governança corporativa, observando duas diferentes *proxies*: o nível de classificação e a concentração acionária, na distribuição de dividendos e considerando o tamanho das companhias nessa relação. E também, esta pesquisa se diferencia por considerar a endogeneidade entre as variáveis, bem como o impacto dos períodos de crise na distribuição de dividendos. Dessa forma, o estudo auxilia os investidores em suas tomadas de decisões de acordo com as práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas e a sua distribuição de dividendos.

A estruturação do artigo inicia-se com esta introdução, seguida do referencial teórico que será abordado na segunda seção e da metodologia, na terceira. A quarta seção contempla a análise

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

dos resultados apurados, na quinta destacam-se as considerações finais e, por fim, na sexta seção, serão apresentadas as referências utilizadas para elaboração deste trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A distribuição de dividendos no Brasil, fundamentada pela lei Lei nº 6.404/1976, artigo 202, estabelece que deve constar no estatuto da sociedade as informações sobre a política de dividendos adotada por ela. Entretanto, caso o estatuto da organização seja omissivo, a lei estabelece que deverá ser distribuído para fins de dividendos 50% do lucro líquido do exercício, excluído o lucro retido para fins de reserva legal e de contingência.

Miller e Modigliani (1961) afirmam que os dividendos não influenciam no valor de determinado negócio, entretanto, eles consideraram para fins de realização do estudo, um mercado sem imperfeições, de forma que apenas os investimentos realizados pela organização influenciariam na distribuição de dividendos. E isso foi contestado por autores nos anos seguintes, alegando restrições no modelo de Miller e Modigliani (1961) por não considerar outras variáveis que influenciariam na política de dividendos e consequentemente no valor da empresa, como por exemplo impostos, a teoria da sinalização, o fluxo de caixa, e o efeito da clientela e a própria estrutura de capital das organizações (ELTON; GRUBER, 1970; GORDON, 1963; MILLER; MODIGLIANI, 1961; JENSEN; MECKLING, 1976).

Em relação a receber os dividendos ou optar pela otimização do valor investido, Gordon (1963), na Teoria do Pássaro na Mão, afirmava que os investidores preferem receber dividendos (ou estar com o pássaro nas mãos) do que ter a incerteza da valorização do capital (muitos voando).

Estudos realizados no Brasil objetivaram analisar quais fatores interferem na definição da política de dividendos. Martins e Famá (2012), em um estudo bibliométrico, identificaram que as variáveis de maior influência na distribuição são o lucro líquido, o fluxo de caixa, o porte da empresa e o menor endividamento. Os que mais influenciam negativamente são as oportunidades de investimento e a maior concentração de propriedade nas mãos do acionista controlador.

Um estudo mais recente realizado por Sousa, Penedo e Pereira (2018) identificou que as distribuições de dividendos são utilizadas para amenizar os conflitos de agência, e o efeito clientela e a tributação são fatores importantes no quanto de dividendos vão ser distribuídos.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para que uma corporação conquiste a confiança de investidores e tenha a possibilidade de captar recursos de investimento, é necessária uma preocupação estratégica dos gestores em relação às práticas de governança corporativa (OLIVEIRA et al., 2008). Ao adotar boas práticas de governança, as empresas alinham os interesses com o objetivo de otimizar o valor econômico da organização, contribuir para a qualidade da gestão, busca da longevidade e do bem comum (IBGC, 2015).

No Brasil, a governança corporativa tornou-se uma preocupação medular para entidades, investidores, governos, órgãos de regulação desde o final dos anos 90, segundo Silva e Leal (2007). Isso pode ser percebido através de ações como a aprovação do projeto de lei para reformular a Lei das S.A. e criação de um novo nível de governança pela Bolsa de Valores, o Novo Mercado.

O foco das questões de governança, quando idealizada sob o arcabouço da Teoria da Agência, é certificar que a sociedade seja administrada de acordo os interesses dos investidores. Os indivíduos que compõem as organizações possuem sempre motivos para reduzir os custos de agência gerados pela separação entre propriedade e decisão. Diante disso, as organizações precisam efetivar procedimentos de controle internos que reduzam os custos dos conflitos entre administradores e proprietários, de modo a alcançar a eficiência organizacional (CORREIA; AMARAL, 2008).

A Teoria da Agência é a referência teórica que objetiva analisar as relações entre as partes envolvidas de uma organização, nas quais há distinção entre pessoas designadas para a propriedade e para o controle, o que conseqüentemente pode resultar em conflitos de interesse entre os indivíduos (ARRUDA; MADRUGA; JÚNIOR, 2008).

Essa teoria, segundo Jensen e Meckling (1976), tem o objetivo de analisar os conflitos e custos oriundos dessa separação entre controle de capital e propriedade, que pode gerar assimetrias informacionais, riscos, dentre outros problemas. Isso ocorre porque ninguém deseja otimizar uma função além da sua, já que seu comportamento está fundamentado em suas preferências e objetivos. Por isso, torna-se necessário estabelecer incentivos aos agentes, bem como implantar técnicas de monitoramento.

Quando as firmas possuem uma estrutura de governança corporativa adequada às práticas recomendadas, elas detêm melhores resultados e o preço de suas ações é mais bem avaliado pelo mercado do que o de empresas com uma estrutura de governança incipiente (SILVEIRA, 2002).

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

2.3 INTER-RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Quando as pessoas investem em um negócio, elas precisam ter a certeza do retorno do investimento, segundo Shleifer e Vishny (1997). Para aumentar a proteção dos interesses dos investidores contra o risco de expropriação pelos gestores oportunistas, é apropriado pensar que a governança corporativa servirá para esse fim. Dessa forma, para atuar no mercado de capitais, as organizações devem fornecer aos investidores a garantia que seus interesses serão preservados (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

La Porta et al. (2000) demonstraram que a proteção legal aos acionistas da expropriação pelos administradores e acionistas controladores das organizações se diferencia em cada país, sendo que cada jurisdição é proveniente de diferentes fontes, incluindo leis sobre sociedades, segurança, falências, aquisições e concorrência, mas também de regulamentos e normas contábeis da bolsa de valores.

Uma pesquisa realizada por Mitton (2004) com uma amostra de 365 corporações em 19 países identificou que a governança corporativa em nível de empresa e a proteção do investidor em nível de país são complementares em vez de substitutos. Ou seja, os acionistas podem receber direitos através da proteção legal de um país ou através de práticas de governança de uma firma que não são exigidas pelo governo. Segundo o autor, o padrão de pagamento de dividendos faz mais sentido para as companhias com maior governança corporativa.

No Brasil, algumas pesquisas realizadas demonstraram relação positiva e significativa entre distribuição de dividendos e governança corporativa. Souza, Peixoto e Santos (2016) identificaram que a variável de Governança Corporativa (GC) é significativa e positiva na mensuração do montante de dividendos pagos e o fato da sociedade pertencer aos mais altos níveis de GC, faz com que a distribuição seja maior. Com isso, comprova-se, a influência da Teoria de Agência e da Teoria do Pássaro na Mão, na medida em que as companhias bem governadas se ajustam às expectativas de remuneração de seus acionistas, ou seja, distribuindo mais dividendos.

Dalmácio e Corrar (2007) identificaram indícios de que a composição acionária possa explicar, em partes, a política de dividendos adotada pelas empresas analisadas. E essa concentração acionária provoca uma diminuição no *payout* (Dividendos propostos divididos pelo Lucro Líquido do Exercício), mas quando os dividendos são efetivamente pagos, o valor deles por ação aumenta.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Em contrapartida, Forti, Peixoto e Alves (2015) encontraram uma relação inversa entre o pagamento de dividendos aos acionistas e a governança corporativa. Segundo os autores, as organizações que apresentam menor conflito entre controladores e minoritários terão uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas.

O quadro 1 apresenta uma síntese de trabalhos internacionais e nacionais que tratam da relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos. As metodologias e variáveis consideradas não foram analisadas, podendo justificar a diferença de contraposição entre resultados apurados.

Quadro 1 - Síntese de trabalhos sobre a relação da governança corporativa e a distribuição de dividendos

Título do trabalho	Autores / Ano	Resultados
Corporate governance and dividend policy in emerging markets	Todd Mitton (2004)	Organizações com governança corporativa mais forte têm pagamentos de dividendos mais altos (principalmente em países com forte proteção ao investidor)
Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Taxa de Pagamento de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras	Leticia Lancia Noronha Bellato, Alexandre Di Miceli da Silveira e José Roberto Ferreira Savoia (2006)	Relação negativa significativa entre o excesso de poder de votos em posse dos controladores e a taxa de dividendo das sociedades
Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance	Pornsit Jiraporn e Yixi Ning (2006)	Associação inversa entre os pagamentos de dividendos e os direitos dos acionistas
A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa	Flávia Zóboli Dalmácio e Luiz João Corrar (2007)	Um aumento na concentração acionária provoca um aumento no valor dos dividendos pagos por ação (ON), entretanto, há uma expectativa de que aquele aumento provoque uma diminuição significativa no percentual do <i>payout</i>
Um Estudo sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa	Aucilene Vasconcelos Hahn, Silvania Neris Nossa, Aridelmo J. C. Teixeira e Valcemiro Nossa (2010)	Relação positiva, ou seja, quanto maior a concentração acionária maior o nível do <i>payout</i>
Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa	Ramon Kael Benassi Bachmann, Sayuri Unoki de Azevedo e Ademir Clemente (2012)	O tempo de enquadramento em qualquer nível de governança, exceto o tradicional, tem relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos (o nível de governança guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais)

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil	Cristiano Augusto Borges Forti, Fernanda Maciel Peixoto e Denis Lima e Alves (2015)	Corporações com menor conflito entre controladores e minoritários terão uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas
Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras	Daniel Henrique de Oliveira Souza, Fernanda Maciel Peixoto e Murilo Alves dos Santos (2016)	Sociedades com melhores práticas de governança corporativa pagam dividendos maiores do que aquelas com práticas de governança incipientes

Fonte: Elaborado pelos autores

Verifica-se, conforme os trabalhos apresentados, que não há consenso se a relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos é positiva ou negativa, o que justifica a realização dessa pesquisa. Dessa forma, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

H_0 = Empresas brasileiras com melhores práticas de governança corporativa distribuem mais dividendos; e

H_1 = Empresas brasileiras com práticas incipientes de governança corporativa distribuem menos dividendos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Pelo objetivo proposto de analisar a relação entre as variáveis, a pesquisa classifica-se como descritiva. E quanto à abordagem do problema, a mesma classifica-se como quantitativa devido ao emprego de instrumentos estatísticos (RAUPP; BEUREN, 2006).

A amostra do estudo é composta por 322 empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) sendo que, para se definir a amostra, excluiu-se as instituições financeiras, segundo Forti, Peixoto e Alves (2015), devido às particularidades quanto à estrutura de capital e por apresentar uma regulação diferenciada. Também excluiu-se as empresas que não apresentaram as informações necessárias para se atingir o objetivo do estudo, sendo consideradas as empresas que apresentaram no mínimo 3 anos consecutivos de valores disponíveis das variáveis de interesse e dependente, a fim de se evitar o excesso de *missing values* (BARROS; KOS; CONSONI, 2017). O período analisado foi 2010 a 2018 em virtude das mudanças das normas de contabilização seguindo os padrões internacionais que passaram a vigorar em meados de 2009, no Brasil.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Os dados econômico-financeiros das firmas estudadas foram coletados no Economática, marcando-se a opção de mostrar apenas a classe de ações de cada empresa com maior volume no último mês da coleta da base de dados. As classificações do nível de governança corporativa foram reunidas no *website* da B3.

A variável dependente desse estudo é representada pelo total de dividendos pagos aos acionistas (DIV), em reais, dividido pelo ativo total conforme Mayne (1980). Utilizar o ativo total no denominador evita alterações inexistentes na variável dependente, visto que os dividendos se comportam linearmente em função do tempo (LINTNER, 1956; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Como variáveis independentes, serão utilizados os níveis de governança corporativa (GC) conforme classificação da B3 e a concentração acionária (CONC), a qual representa o percentual das ações com direito a voto possuído pelo maior acionista (CONC1) conforme Hahn et al. (2010) e pelos três maiores acionistas (CONC3) de acordo Leal, Silva e Valadares (2002). Em relação às classificações de governança, criou-se uma variável *dummy*, onde 1 indica os maiores níveis de governança (Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais) e 0 indica os demais níveis.

As variáveis de controle foram definidas com base nas pesquisas de Souza, Peixoto e Santos (2016); Bellato, Silveira e Savoia (2006), Jiraporn e Ning (2006) e Le e Phan (2017), sendo:

- Tamanho (TAM): representado pelo logaritmo natural do ativo;
- Alavancagem (ALAV): índice coletado no Economática sendo o total de dívida bruta dividido pelo ativo;
- Rentabilidade (ROA): medida pela divisão entre resultado operacional e o ativo total;
- *Market-to-book* (MKB): calculado pela divisão entre o valor de mercado da empresa pelo patrimônio líquido;
- Beta (BETA): risco sistemático coletado no Economática
- Crescimento dos lucros (CRES): mensurado pela diferença do lucro atual pelo lucro anterior e depois dividindo-se pelo lucro do ano anterior;
- Períodos de crise (CRISE): *dummy* para sinalizar períodos de crise: 0 para não crise; 1 para crise. Segundo Barbosa Filho (2017), os efeitos da crise financeira mundial no Brasil foram mais impactantes nos anos de 2014 a 2017, período esse que pode ser considerado como crise brasileira.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Pelo fato de utilizar a concentração de ações do maior acionista e dos três maiores acionistas, foram propostos modelos econométricos para cada uma das situações, sendo que as demais variáveis foram semelhantes nos dois modelos:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1(GC_{it}) + \beta_2(CONC1_{it}) + \beta_3(TAM_{it}) + \beta_4(ALAV_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(MKB_{it}) + \beta_7(BETA_{it}) + \beta_8(CRES_{it}) + \beta_9(CRISE_{it}) + \varepsilon_{it},$$
 sendo i a representação da empresa e t do ano (modelo 1)
$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1(GC_{it}) + \beta_2(CONC3_{it}) + \beta_3(TAM_{it}) + \beta_4(ALAV_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(MKB_{it}) + \beta_7(BETA_{it}) + \beta_8(CRES_{it}) + \beta_9(CRISE_{it}) + \varepsilon_{it},$$
 sendo i a representação da empresa e t do ano (modelo 2)

Como método estatístico, foi utilizada a Análise de Dados em Painel devido aos *missing values*, de acordo Souza, Peixoto e Santos (2016) e devido a utilização de dados provenientes de várias *cross-sections* ao longo do tempo, segundo Fávero et al. (2014). Inicialmente, aplicou-se o teste VIF para verificar problemas de multicolinearidade, os quais demonstraram não ocorrer tal problema. Foram aplicados os testes Breusch-Pagan e Wald para verificar se os resíduos possuem variância constante (homocedasticidade) e o teste de Wooldridge para identificar problema de autocorrelação.

Além disso, utilizou-se uma regressão linear múltipla a fim de identificar os efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos, sendo os resultados controlados por variáveis corporativas, bem como pelo risco sistemático (Beta) e pela situação econômica (crise). Os coeficientes da regressão foram estimados pelo Generalized Method of Moments (GMM) (Two-step System), sem a opção *collapse*, a fim de mitigar ou eliminar o problema de endogeneidade entre as variáveis de estudo (BALTAGI, 2008; ROODMAN, 2009). Utilizou-se os erros padrão robustos de Windmeijer (2005) devido aos problemas de autocorrelação e heterocedasticidade no modelo. e os *outliers* foram tratados por meio da *winsorização* ao nível de 5%.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Através da pesquisa empírica, foram obtidos resultados estatísticos que serão apresentados nesta seção. Primeiramente, será apresentada a análise descritiva, seguida da matriz de correlação entre as variáveis. Em seguida, serão apresentados os resultados de testes realizados para definição do modelo e os resultados e análise da regressão.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Na Tabela 1, observa-se a estatística descritiva das variáveis abordadas nessa pesquisa, de forma que a amostra é composta por 2.564 observações em relação a variável dependente, já em relação à variável independente que é foco desse trabalho, a GC, apresentou 2.898 observações. As variáveis CONC3 e CONC1 apresentaram a menor quantidade de observações, devido a quantidade de *missing values*. É possível notar através do valor mínimo e máximo que existem instituições que não distribuíram dividendos (valor mínimo), enquanto que o valor máximo distribuído foi de R\$1,26 por real do ativo total.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DIV	2,564	0.0227118	0.057167	0	1.266.157
MKB	2,183	1.697.931	1.762.246	-0.3897455	6.659.179
TAM	2,712	7.309.656	2.833.187	-6.830.265	1.385.206
GC	2,898	0.5031056	0.5000766	0	1
CONC3	301	523.973	2.159.702	0.1387751	100
CONC1	301	3.378.835	2.167.616	0.1387751	100
CRES	2,666	-0.1483015	1.631.316	-4.129.872	3.927.308
BETA	1,937	0.6537751	0.6665151	-0.43456	215.102
ROA	2,706	-9.314.357	5.370.423	-330.733	2.284.499
ALAV	2,708	2.685.602	1.981.866	0	6.599.164
CRISE	2,898	0.4444444	0.4969897	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa

Nota. Legenda: DIV: dividendos pagos aos acionistas, em reais, dividido pelo ativo total; MKB: *Market-to-book*, calculado pela divisão entre o valor de mercado da empresa pelo patrimônio líquido; TAM: tamanho, representado pelo logaritmo natural do ativo; CONC3: concentração acionária, considerando os três maiores acionistas; CONC1: concentração acionária, considerando o maior acionista; CRES: crescimento dos lucros, mensurado pela diferença do lucro atual pelo lucro anterior e depois dividindo-se pelo lucro do ano anterior ; BETA: risco sistemático coletado no Economática; ROA: rentabilidade, medida pela divisão entre resultado operacional e o ativo total; ALAV: alavancagem, índice coletado no Economática, sendo o total de dívida bruta dividido pelo ativo.

A Tabela 2 apresenta a correlação entre as variáveis foco do estudo. Observa-se que a correlação mais forte com a variável independente, DIV, ocorre com o MKB. Já a variável dependente, GC, que é objeto da análise, apresentou uma fraca correlação positiva com a variável independente DIV e maior correlação com o tamanho da empresa (TAM), não demonstrando alterações com os períodos de crise.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Tais resultados da correlação indicam uma rejeição da hipótese inicial da pesquisa, pois, embora haja uma correlação positiva entre DIV e GOV, ela é classificada como fraca e não é estatisticamente significativa. Já as variáveis CONC3 e CONC1 que são um diferencial desta pesquisa, apresentaram, respectivamente, uma correlação negativa e positiva, entretanto não apresenta significância estatística.

Tabela 2 - Matriz de correlação entre as variáveis de estudo

	DIV	MKB	TAM	CONC3	CONC1	CRES	BETA	ROA	ALAV	CRISE	GC
DIV	1										
MKB	0.331*	1									
TAM	0.043*	0.142*	1								
CONC3	-0.008	-0.091	-0.268*	1							
CONC1	0.016	-0.101	-0.240*	0.879*	1						
CRES	-0.018	0.036	-0.008	-0.025	-0.047	1					
BETA	-0.09*	-0.100*	0.142*	-0.104*	-0.045	-0.065*	1				
ROA	0.140*	0.237*	0.639*	-0.142*	-0.212*	-0.033	-0.059*	1			
ALAV	-0.146*	0.007	0.375*	0.052	0.032	-0.038	0.097*	0.152*	1		
CRISE	-0.068*	-0.108*	-0.014	0.059	0.043	-0.068*	0.077*	-0.030*	0.047*	1	
GC	0.016	0.215*	0.325*	-0.256*	-0.212*	0.013	0.139*	0.178*	0.232*	0.000	1

Fonte: Resultados da pesquisa

Nota. Legenda: DIV: dividendos pagos aos acionistas, em reais, dividido pelo ativo total; MKB: *Market-to-book*, calculado pela divisão entre o valor de mercado da empresa pelo patrimônio líquido; TAM: tamanho, representado pelo logaritmo natural do ativo; CONC3: concentração acionária, considerando os três maiores acionistas; CONC1: concentração acionária, considerando o maior acionista; CRES: crescimento dos lucros, mensurado pela diferença do lucro atual pelo lucro anterior e depois dividindo-se pelo lucro do ano anterior ; BETA: risco sistemático coletado no Economática; ROA: rentabilidade, medida pela divisão entre resultado operacional e o ativo total; ALAV: alavancagem, índice coletado no Economática, sendo o total de dívida bruta dividido pelo ativo; CRISE: período de crise; GC: níveis de governança corporativa conforme classificação da B3.

Para verificar a existência de auto correlação e heterocedasticidade entre as variáveis, foram realizados, respectivamente, os testes de Wooldridge e Wald, constatando-se a presença de auto correlação e heterocedasticidade. Portanto, utilizou-se os erros padrão robustos de Windmeijer (2005) para solucionar esses problemas.

Para fins de análise, foram realizadas quatro regressões, duas com a variável CONC1 (percentual das ações com direito a voto possuído pelo maior acionista) e duas com a variável CONC3 (percentual das ações com direito a voto possuído pelos três maiores acionistas). Em cada modelo, foi feita uma divisão entre instituições maiores e menores para efeito de comparação, a partir da mediana do ativo total das mesmas. Dessa forma, os modelos 1 e 3 referem-se às empresas menores e os modelos 2 e 4 às empresas maiores. Em todas as análises, as demais variáveis explicativas foram utilizadas sem distinção.

Com base na Tabela 3, que apresenta os modelos de regressão com os coeficientes estimados pelo GMM, observa-se que a GC não apresentou significância estatística nos modelos em

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

relação ao montante de dividendos distribuídos (DIV). Tal resultado se contrapõe ao estudo de Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) que encontraram relação inversa entre o nível de governança (exceto nível tradicional) e dividendos e a pesquisa de Souza, Peixoto e Santos (2016) o qual identificaram que quando a organização pertence a um nível diferenciado de governança, sua distribuição de dividendos é maior.

Esse resultado se explica, conforme Antunes (2007), porque os níveis de governança corporativa não asseguram uma prática efetiva de governança, sendo que a adesão pode ser motivada pela otimização de liquidez das ações e não necessariamente com o objetivo de buscar as melhores práticas de governança.

As variáveis CONC1 e CONC3 se apresentaram estatisticamente significante nos quatro modelos analisados, apresentando uma relação positiva com a distribuição de dividendos de empresas maiores e menores. O resultado indica que quanto maior a concentração acionária no principal acionista ou nos três principais acionistas, maior será o volume de dividendos que determinada empresa tenderá a distribuir, conforme resultados apurados por Dalmácio e Corrar (2007) e Hahn et al. (2010).

O resultado se justifica, pois maiores níveis de concentração acionária estão associados a uma maior probabilidade de ocorrer conflitos de interesses e com isso, maiores custos de agência (SAITO; SILVEIRA, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). Porém o resultado diverge de Pereira e Penedo (2018), que identificaram que quanto mais concentrado for o controle acionário da organização, menor será o seu montante de dividendos distribuído.

Apesar de os resultados apontarem que CONC1 e CONC3 apresentem uma relação positiva com a distribuição de dividendos, observa-se que essa relação possui uma maior intensidade com a variável CONC3 para as empresas menores, uma vez que essa relação apresentou significância estatística ao nível de 1%. Esse resultado pode indicar que empresas menores possuem uma maior necessidade de sinalizar para o mercado que, apesar dos problemas ocasionados pelos níveis de concentração acionária mais altos, há perspectivas positivas de crescimento da empresa, pois as mesmas possuem uma menor estabilidade no mercado em relação às maiores. Dessa forma, para que haja uma sinalização positiva ao mercado, a empresa aumentará sua distribuição de dividendos, conforme a teoria da sinalização (NISSIM; ZIV, 2001; LOSS; SARLO NETO, 2003).

A variável MKB foi estatisticamente significante nos quatro modelos, nas amostras das maiores e das menores firmas, indicando que quanto maior o MKB, maior é a quantidade de

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

dividendos que uma empresa tende a distribuir, corroborando estudo de Lintner (1956), Forti, Peixoto e Alves (2015) e Souza, Peixoto e Santos (2016). No entanto, essa relação se apresentou de forma mais intensa para as empresas menores, pois a relação apresentou significância estatística ao nível de 1%. Uma possível explicação pode estar relacionada a maior influência que a avaliação de mercado tem sobre as empresas menores, que acaba influenciando a sua distribuição de dividendos a partir de uma melhor avaliação do seu valor perante o mercado.

A variável ALAV se mostrou significativa nos modelos 1 e 3, apresentando uma relação negativa nas empresas menores. Isso indica que quanto mais endividadas estiverem as empresas menores, menor o montante de dividendos distribuídos por ela, visto que essa alta alavancagem pode impactar na disponibilidade de recursos no caixa para realizar a distribuição. Por outro lado, nas empresas maiores, representadas pelos modelos 2 e 4, a relação não apresentou significância estatística.

O tamanho das organizações se mostrou significativo apenas para as empresas menores (modelos 1 e 3), indicando que quanto maior o seu tamanho, maior a distribuição de dividendos. Já a variável BETA apresentou uma relação negativa com a distribuição de dividendos, de forma que essa relação apresentou significância estatística apenas no modelo 2, ao nível de 10%, referente às menores empresas. O resultado está consonante aos obtidos por Forti, Peixoto e Alves (2015), que indicam que quanto maior o risco sistêmico, menor tenderá a ser a distribuição de dividendos, uma vez que os gestores de empresas mais arriscadas evitam a retirada de recursos por meio do pagamento de dividendos, pois eles podem ser utilizados em caso necessidades futuras do negócio.

O ROA apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos para as empresas maiores (modelos 2 e 4), com significância estatística ao nível de 1%, resultado que está de acordo com o apontado por Forti, Peixoto e Alves (2015). A relação se justifica, os acionistas de empresas mais rentáveis, esperam uma maior distribuição de dividendos e os gestores, nessa situação, também estão mais propensos a distribuí-los devido ao maior ROA. No entanto, o modelo 3 indica que empresas maiores, apesar de aumentarem o seu ROA, tendem a diminuir a distribuição de dividendos. A relação se explica pelo fato de que as empresas de menor porte podem optar por uma maior retenção do lucro a fim de investir na expansão das atividades da firma e aproveitar oportunidades do mercado (LINTNER, 1956; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Tabela 3 - Resultado dos modelos de OLS entre as variáveis

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
GC	0.0082	-0.0030	-0.0030	-0.0028

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

	(1.12)	(-0.49)	(-0.74)	(-0.47)
MKB	0.0075***	0.0028*	0.0095***	0.0026*
	(2.90)	(1.81)	(6.97)	(1.82)
TAM	0.0104**	-0.0004	0.0313***	-0.0013
	(2.15)	(-0.11)	(5.68)	(-0.41)
CRES	-0.0005	0.0004	-0.0005	0.0006
	(-0.24)	(0.30)	(-0.38)	(0.50)
BETA	-0.0061	-0.0057*	-0.0079	-0.0045
	(-0.93)	(-1.78)	(-1.44)	(-1.49)
ROA	0.0001	0.0008***	-0.0001*	0.0010***
	(0.94)	(3.03)	(-1.70)	(3.33)
ALAV	-0.0009***	-0.0002	-0.0023***	-0.0002
	(-4.35)	(-0.86)	(-9.53)	(-1.06)
CRISE	0.0062	0.0035	0.0126***	0.0031
	(0.94)	(1.01)	(2.69)	(0.90)
CONC1	0.0005*	0.0003*		
	(1.93)	(1.69)		
CONC3			0.0008***	0.0002*
			(6.64)	(1.81)
Constante	-0.0647*	0.0185	-0.1968***	0.0240
	(-1.73)	(0.56)	(-4.97)	(0.75)
Observações	77	173	77	173
Wooldridge	0.0000	0.0288	0.0000	0.0008
Wald	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
VIF	1.12	1.12	1.13	1.13

Fonte: Resultados da pesquisa

Nota. Legenda: * representa significância ao nível de 10%; ** representa significância ao nível de 5%; *** representa significância ao nível de 1%; MKB: *Market-to-book*, calculado pela divisão entre o valor de mercado da empresa pelo patrimônio líquido; TAM: tamanho, representado pelo logaritmo natural do ativo; GC: níveis de governança corporativa conforme classificação da B3; CONC3: concentração acionária, considerando três maiores acionistas; CONC1: concentração acionária, considerando o maior acionista; CRES: crescimento dos lucros, mensurado pela diferença do lucro atual pelo lucro anterior e depois dividindo-se pelo lucro do ano anterior; BETA: risco sistemático coletado no Economática; ROA: rentabilidade, medida pela divisão entre resultado operacional e o ativo total; ALAV: alavancagem, índice coletado no Economática, sendo o total de dívida bruta dividido pelo ativo; CRISE: períodos de crise. Modelo 1: Empresas menores com concentração do maior acionista; Modelo 2: Empresas maiores com concentração do maior acionista; Modelo 3: Empresas menores com concentração dos três maiores acionistas; Modelo 4: Empresas maiores com concentração dos três maiores acionistas.

Já a variável CRISE apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendo no modelo 3, referente às empresas menores, apresentando significância estatística ao nível de 1%. Essa relação indica que, em períodos de crise, as empresas menores tendem a distribuir um maior volume de dividendos, possivelmente para sinalizar ao mercado que, apesar do período de crise, a empresa possui perspectivas positivas quanto a sua condição financeira futura. O resultado também pode indicar que as empresas menores possuem uma maior necessidade de sinalizar para o mercado sobre a situação financeira da empresa em relação às maiores devido a sua menor estabilidade no mercado (NISSIM; ZIV, 2001; LOSS; SARLO NETO, 2003). Esse resultado diverge de Souza,

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

Peixoto e Santos (2016) que não encontraram relação entre crise e a distribuição de dividendos. Por fim, a variável CRES não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos utilizados nesta pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Assim, o objetivo da pesquisa foi atingido, pois identificou-se que empresas que possuem uma maior concentração acionária no seu acionista majoritário ou nos três maiores acionistas, tenderão a distribuir mais dividendos. Tal relação foi identificada em empresas menores e maiores, com base na mediana de seu ativo total, no entanto, as empresas menores apresentaram uma maior intensidade nessa relação quando possuem uma maior concentração acionária nos três principais acionistas.

Também se verificou que em períodos de crise, as empresas menores tendem a distribuir mais dividendos como forma de sinalizar para o mercado sobre a sua situação financeira. Além disso, o Market to Book apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos e o tamanho da empresa também apresentou uma relação positiva, porém apenas para empresas menores. Já a alavancagem apresentou uma relação negativa com a variável dependente para as empresas menores.

O artigo contribui com a avanço da teoria no sentido de analisar a concentração acionária como *proxy* de governança corporativa aplicada em um modelo que utiliza as classificações de B3 também como *proxy*. O trabalho também realizou uma comparação do efeito dessas variáveis com base na separação das firmas por tamanho e o efeito da crise nessa relação, bem como considerou a influência da endogeneidade entre as variáveis.

Quanto às limitações, destaca-se a quantidade de *missing values* referentes às variáveis concentração acionária no principal e nos três principais acionistas, o que reduziu a quantidade de observações do modelo. Para pesquisas futuras, o estudo pode ser expandido para outros países e até mesmo inserir outras *proxies* de governança corporativa, como tamanho do conselho de administração, independência do conselho e a dualidade dos diretores.

ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.

AGRADECIMENTOS

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, G. A. Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade da informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. 2007. 56 f. **Dissertação** (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2007.

ARRAZOLA, M.; HEVIA, J.; MATO, G. Determinantes de la distribución de dividendos. **Investigaciones Económicas**, v. 16, n. 2, p. 235-258, 1992.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; JUNIOR, N. I. F. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, p. 71-84, 2008.

BACHMANN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U.; CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 68-79, 2012.

BALTAGI, B. H. et al. **Econometric analysis of panel data**. Chichester: John Wiley & sons, 2008.
BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BARROS, C. M. E.; KOS, S. R.; CONSONI, S. A influência do *disclosure* voluntário no custo da dívida de financiamentos em empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 9, n. 2, p. 334-354, 2017.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. D. M.; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: **30º EnANPAD**, Salvador, 2006.

BUENO, N. P. Possíveis contribuições da nova economia institucional à pesquisa em história econômica brasileira: uma releitura das três obras clássicas sobre o período colonial. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 777-804, 2004.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 3, p. 1-10, 2008.

- ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, v. 22, n. 5, p. 45-63, 2011.
- DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, FEARP/USP, v. 1, n. 1, p. 16-29, 2007.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **The Review of Economics and Statistics**, p. 68-74, 1970.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos quantitativos com Stata®**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.
- GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.
- HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JIRAPORN, P.; NING, Y. (2006) **Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=931290>. Acesso em 06.abr.2019.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.
- LE, T. P. V.; PHAN, T. B. N. Capital structure and firm performance: empirical evidence from a small transition country. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 710-726, 2017.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, 2002.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, 46 (2), 97-113, 1956.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n.1, p. 24-39, 2012.
- MAYNE, L. S. Bank holding company characteristics and the upstreaming of bank funds: note. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 12, n. 2, p. 209-214, 1980.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

- ROSA, Arthur Antonio Silva. BASTOS, Thalita Emanuelle Farias. RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50. TRI IV2022. ISSN 1980-7031.
- MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 5, p. 409-426, 2004.
- OLIVEIRA, A. M. S.; FARIA, A. O.; OLIVEIRA, L. M.; ALVES, P. S. L. G. **Contabilidade Internacional**: Gestão de riscos, governança corporativa e contabilização de derivativos. São Paulo: Atlas, 2008.
- RAUPP, F. M; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In. BEUREN, I.M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006. Cap.3, p.76-97.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The stata journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.
- SANTOS, C. A.; PEREIRA, V. S.; PENEDO, A. S. T. A relação entre níveis de concentração acionária e o payout das empresas listadas na B3. In: SIMPÓS, 2018.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, USA, v. 52, n. 2, 1997.
- SILVA, A. L.C.; LEAL, R. P. C (org.). **Governança Corporativa**: evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2007.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SOUSA, V. H. T. F.; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S. Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. **Capital Científico**, v. 16, n. 3, 2018.
- SOUZA, D. H. O.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.9, n.1 p. 58-79, 2016.
- WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.