

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Rogério Hauschildt

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO DETERMINANTE DOS
JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO E DOS DIVIDENDOS**

Santa Maria, RS
2023

Rogério Hauschildt

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO DETERMINANTE DOS JUROS SOBRE
O CAPITAL PRÓPRIO E DOS DIVIDENDOS**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais e Humanas, Área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para à obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**.

Orientador: Professor Dr. Igor Bernardi Souza

Santa Maria, RS
2023

Hauschildt, Rogerio

A governança corporativa como determinante dos juros sobre o capital próprio e dos dividendos / Rogerio Hauschildt.- 2023.

114 p.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Sonza

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2023

1. Dividendos 2. Juros Sobre o Capital Próprio 3. Governança Corporativa I. Sonza, Igor Bernardi II. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Patta CRB 10/1728.

Declaro, ROGERIO HAUSCHILDT, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

Rogério Hauschildt

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO DETERMINANTE DOS JUROS SOBRE
O CAPITAL PRÓPRIO E DOS DIVIDENDOS**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais e Humanas, Área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para à obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**.

Aprovado em 27 de junho de 2023:

Igor Bernardi Souza, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Larissa Degenhart, Dra. (UFSM)

Jéfferson Augusto Colombo, Dr. (FGV/EESP)

Santa Maria, RS
2023

Dedico esta dissertação à minha família, sem o seu incentivo, talvez não chegaria a esta etapa. Agradeço aos meus pais Dolácio Etvino Hauschildt (*in memoriam*) e Elvira Hauschildt, pois desde pequeno fui educado e incentivado a estudar. A minha irmã Cristiane Hauschildt que me apoiou na decisão de fazer o mestrado. A minha esposa, amiga e companheira Geonice Zago Tonini Hauschildt pelo apoio incondicional, carinho, paciência, compreensão e pelo amor compartilhado comigo durante esta jornada.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter iluminado o meu caminho nesta jornada, com desafios e oportunidades que se apresentaram durante essa caminhada. Este momento se torna muito significativo, pois além de ser uma conquista pessoal também é a realização do sonho e a promessa de cursar o mestrado em Ciência Contábeis na UFSM, o que torna o momento ainda mais especial.

Aos meus pais Dolácio (*in memoriam*) e Elvira devo gratidão pelo esforço que fizeram por meio do trabalho para garantir moradia, alimentação, saúde, educação, tanto para mim quanto para minha irmã Cristiane, a quem agradeço o apoio durante o mestrado.

Agradeço à minha esposa, amiga e companheira Geonice pela convivência ao longo destes 19 anos. Foram muitos desafios, percalços e vitórias, agradeço por seu companheirismo, esforço e dedicação como esposa estando sempre ao meu lado.

Um agradecimento especial às minhas amigas Teka e Valéria por me incentivarem a cursar o mestrado e por compartilharem as suas vivências e experiências na pós-graduação, trazendo palavras de conforto, estímulo e incentivo.

Não posso deixar de agradecer à direção da Pampeiro Caminhões na pessoa do Sr. Cláudio Emanuelli que me propiciou a oportunidade de cursar o mestrado na UFSM.

Aos meus colegas e ex-colegas da UFN, meu muito obrigado pela convivência e pelo aprendizado durante todos estes anos. Obrigado aos meus colegas professores; Lucas, Jaqueline, Bruna, Daniele, Liziane, Mateus e em especial ao meu camarada, o professor João.

Um agradecimento especial ao meu orientador Professor Doutor Igor Bernardi Souza, pela atenção, paciência e pelo compartilhamento dos seus conhecimentos. Obrigado pelo respeito, empatia, amizade, palavras de estímulo e incentivo durante essa jornada.

Agradeço à UFSM e a todos os docentes do PPGCC em especial ao professor Doutor Vinícius Costa da Silva Zonatto, que conduz com maestria a coordenação do nosso PPGCC. Meu muito obrigado ainda a todos os professores das disciplinas que cursei durante o mestrado. Agradeço à minha banca de apresentação do projeto e de defesa da dissertação, a Professora Doutora Larissa Degenhart e ao Professor Doutor Jefferson Augusto Colombo, pelos ensinamentos, críticas e sugestões de melhoria na dissertação. Meu muito obrigado aos meus colegas da 2ª turma, Augusto, Camila, Daniele, Iago, Letícia e Thalita, pela convivência e o companheirismo durante o mestrado.

RESUMO

A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO DETERMINANTE DOS JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO E DOS DIVIDENDOS

AUTOR: Rogerio Hauschildt
ORIENTADOR: Prof. Dr. Igor Bernardi Sonza

A remuneração do investidor agregada ao benefício fiscal está presente nos debates acadêmicos, com isso o tema distribuição de dividendos e/ou o pagamento de JSCP (Juros sobre Capital Próprio) torna-se crucial tanto para a empresa quanto para investidores. A presente pesquisa está vinculada a temática de distribuição de JSCP e de dividendos para além da perspectiva tributária, sendo analisada sob a ótica da Governança Corporativa. O objetivo geral do estudo é analisar o impacto da governança corporativa no pagamento de JSCP e de dividendos em empresas de capital aberto pertencentes à bolsa de valores brasileira (B3). A amostra do estudo é constituída de 10.579 observações, não balanceadas e com *gaps*, de empresas com ações listadas na B3 no período de 2013 a 2022. A principal técnica estatística utilizada é a regressão com dados em painel com estimação OLS (Ordinary Least Squares). Os resultados apontam que as proxies de governança impactam de forma diferenciada as distribuições de Dividendos e de JSCP. Considerando a divergência de sinal, aponta-se que o aumento da Remuneração do CEO acarreta um aumento na distribuição de JSCP, e uma diminuição na distribuição de Dividendos. Já o tamanho do conselho apresentou paridade de sinais para ambos os modelos. Nessa mesma linha, a variável Independência do Conselho apresentou paridade de sinais para ambos os modelos. A pesquisa contribui para ampliar o debate sobre a distribuição de dividendos e o JSCP para além da perspectiva fiscal tradicional, oferecendo uma nova perspectiva, onde analisa proxies de governança como determinantes da distribuição de dividendos e JSCP, destacando o papel da governança corporativa na tomada de decisões financeiras. Como contribuição prática, destaca a importância de considerar as estruturas de governança na tomada de decisões financeiras e oferece informações valiosas para pesquisadores, empresas, investidores e decisores políticos.

Palavras-chave: Dividendos. Juros Sobre o Capital Próprio. Governança Corporativa.

ABSTRACT

CORPORATE GOVERNANCE AS A DETERMINANT OF INTEREST ON EQUITY

AUTHOR: Rogerio Hauschildt
ADVISOR: Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

The investor's remuneration combined with the tax benefit is a topic of academic debate, making the issue of dividend distribution and/or payment of Interest on Equity (JSCP) crucial for both the company and investors. This research is related to the theme of JSCP and dividend distribution beyond the traditional tax perspective, being analyzed from the perspective of Corporate Governance. The general objective of the study is to analyze the impact of corporate governance on the payment of JSCP and dividends in publicly traded companies listed on the Brazilian stock exchange (B3). The study sample consists of 10,579 observations, unbalanced and with gaps, from companies with shares listed on B3 for the period from 2013 to 2022. The main statistical technique used is regression with panel data with Ordinary Least Squares (OLS) estimation. The results indicate that governance proxies have a differential impact on the distributions of Dividends and JSCP. Considering the signal divergence, it is pointed out that an increase in CEO remuneration leads to an increase in the distribution of JSCP, and a decrease in the distribution of Dividends. The size of the board presented parity of signs for both models. Along the same lines, the variable Council Independence presented parity of signs for both models. The research contributes to expanding the debate on the distribution of dividends and JSCP beyond the traditional tax perspective, offering a new perspective where it analyzes governance proxies as determinants of the distribution of dividends and JSCP, highlighting the role of corporate governance in financial decision-making. As a practical contribution, it emphasizes the importance of considering governance structures in financial decision-making and provides valuable information for researchers, companies, investors, and policymakers.

Keywords: Tax Benefit. Interest on Equity. Corporate Governance.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Modelo Teórico de Análise	55
FIGURA 2 – Comparativo das variáveis “JSCP” e “Dividendos”	67

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Sínteses das hipóteses, com definição e autores.....	52
QUADRO 2 – Definição das variáveis JSCP (Juros s/capital próprio) e DIV(Dividendos)....	56
QUADRO 3 – Variáveis independentes associadas à Governança Corporativa	57
QUADRO 4 – Variáveis de controles da pesquisa	58
QUADRO 5 – Resumo dos resultados das hipóteses	94

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Síntese das diferenças tributárias no recebimento de JSCP.....	32
TABELA 2 – Medidas de tendência central, assimetria e curtose – JSCP e DIV (após winsorização de 1%).....	66
TABELA 3 – Medidas descritivas das variáveis associadas à Governança Corporativa.....	68
TABELA 4 – Medidas descritivas para as variáveis de controle (após winsorização de 1%).....	69
TABELA 5 – Análise de Correlação via Coeficiente de Pearson – dados com winsorização de 1%	70
TABELA 6 – Resultados da REG_JSCP via métodos <i>Pooled</i> e Efeitos Aleatórios	73
TABELA 7 – Resultados da REG_DIVID via métodos <i>Pooled</i> e Efeitos Aleatórios.....	76
TABELA 8 – Resultados da aplicação das Regressões OLS via estimações <i>Pooled</i>	80
TABELA 9 – Resultados das Regressões OLS via estimações Efeitos Aleatórios.....	81

LISTA DE SIGLAS

AC	Ativo Circulante
AI	Alíquota de Impostos
AL	Alavancagem
APC	Direitos de Controle do Acionista Majoritário Principal
APT	Direitos de Fluxo de Caixa do Acionista Majoritário Principal
AT	Logaritmo natural do Ativo Total
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BF	Benefício Fiscal
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAP	Desvio
DCP	Dívida de Curto Prazo
DUCEO	Dualidade do CEO
DIV	Total de Dividendos distribuído no período
DiVJScp	Total da adição de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio
DLP	Dívida de Longo Prazo,
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EST	Estoque
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICA	Independência do Conselho Administração
IDX	Bolsa de Valores da Indonésia
IR	Imposto de Renda
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IRRF	Renda Retido na Fonte
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
JScp	Total de Juros sobre Capital Próprio
LC	Liquidez
LIE	Idade do CEO

LLA	Lucro Líquido Ajustado
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
Ln	Logaritmo natural
LNC	Tamanho do Conselho
LTEN	Tempo de mandato do CEO
MQO	Método dos Mínimos Quadrados Ordinários
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NM	Novo Mercado
NMI	Número de Membros do Conselho
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
PC	Passivo Circulante
PIS	Programa de Integração Social
PL	Patrimônio Líquido
PN	Ações Preferenciais
PPGCC	Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis
Q	Q de Tobin
RE	<i>Random Effects</i>
REM	Remuneração CEO
ROA	Retorno sobre Ativos
SAT	Setor de Atividade
TAGAT	Tangibilidade do Ativo
TJ	Taxa de Juros
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VIF	Fator de Inflação da Variância
VM	Valor de mercado

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	15
1.2	LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA	19
1.3.1	Objetivo geral	19
1.3.2	Objetivos específicos	19
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	19
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	22
2	REVISÃO DE LITERATURA	23
2.1	O IMPACTO DO BENEFÍCIO FISCAL SOBRE OS JSCP E OS DIVIDENDOS	23
2.2	DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS	26
2.2.1	Dividendo mínimo obrigatório	27
2.2.2	Juros sobre capital próprio	29
2.3	FATORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS	32
2.4	DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES	36
3	METODOLOGIA	53
3.1	DELINEAMENTOS DA PESQUISA	53
3.2	POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS	54
3.3	MODELO TEÓRICO DE ANÁLISE	54
3.4	VARIÁVEIS DA PESQUISA	56
3.5	TÉCNICAS E MODELOS ESTATÍSTICOS.....	61
3.6	LIMITAÇÕES DO MÉTODO	64
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	65
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	65
4.2	ANÁLISE DA CORRELAÇÃO	69
4.3	ANÁLISE DE REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL	71
4.3.1	Resultados e análises dos testes e pressupostos da regressão com dados em painel	71
4.3.2	Verificação da Robustez	79
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	82
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	95

5.1	CONCLUSÕES.....	95
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	99
	REFERÊNCIAS	101

1 INTRODUÇÃO

Na introdução inicialmente apresenta-se à contextualização do tema, seguido da exposição da lacuna e problema de pesquisa, objetivos, justificativa e contribuições do estudo, e pôr fim, a estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A remuneração dos acionistas é um tema central no campo da governança corporativa. Segundo a legislação vigente, essa remuneração pode ser realizada por meio da distribuição de dividendos, via Juros sobre Capital Próprio (JSCP) ou por ambas (COSTA, 2013).

Os dividendos são pagos de acordo com os critérios da empresa e de seus acionistas, geralmente proporcionais à quantidade de ações que possuem (BERK; DEMARZO, 2009). Por outro lado, os JSCP, instituídos no Brasil pela Lei nº 9.249/1995, permitem às empresas a dedução do lucro tributável da parcela paga aos acionistas a título de remuneração do capital próprio. Isso reduz a base de cálculo do imposto de renda (IR) e, conseqüentemente, a carga tributária (COSTA, 2013).

A governança corporativa desempenha um papel crucial na determinação da política de remuneração dos acionistas. Empresas com sólidos mecanismos de governança tendem a adotar políticas de remuneração mais generosas para maximizar o valor para os acionistas. Armstrong et al. (2015) examinaram essa ligação e descobriram que a governança corporativa eficaz pode levar a uma maior elisão fiscal corporativa.

Além disso, Malik e Sattar (2018) verificaram que as características de governança corporativa e o fluxo de caixa operacional são determinantes significativos do pagamento de dividendos. Da mesma forma, Cruz et al. (2019) observaram que os principais mecanismos de distribuição de resultados utilizados no Brasil, dividendos e JCSP, são influenciados pela qualidade da governança corporativa. Zagonel, Terra e Pasuch (2018) também confirmaram a influência dos impostos e da governança corporativa na política de dividendos das empresas brasileiras.

No entanto, é importante notar que a política de remuneração dos acionistas está atualmente sob discussão no Brasil. O Projeto de Lei nº 307/2021 propõe a cobrança de Imposto de Renda (IR), com alíquota de 10%, sobre lucros e dividendos distribuídos por empresas a pessoas físicas ou jurídicas (BRASIL, 2021). Além disso, o Projeto de Lei nº 2.337/21 propõe

a extinção dos JSCP. Essas mudanças, se aprovadas, podem ter implicações significativas para a política de remuneração dos acionistas e a governança corporativa no Brasil.

Cabe destacar que o sistema de capital brasileiro, de acordo com a Lei nº 6.404/1976, apresenta particularidades regulatórias no que tange à obrigatoriedade do pagamento de dividendos. Além disso, a Lei nº 9.249/1995 possibilita às empresas a distribuição de Juros sobre Capital Próprio (JSCP), o que permite uma redução da carga tributária.

Nesse contexto, torna-se essencial compreender a decisão das empresas entre distribuir dividendos regulares e/ou JSCP, pois isso envolve os interesses das empresas e de seus investidores (AMORIN; LIMA; JUNIOR, 2021). No entanto, é importante notar que executivos e controladores podem ter interesses diferentes. Enquanto os executivos incentivam a distribuição de dividendos com o efeito de valorização do preço das ações (HOLANDA; COELHO, 2012), os controladores optam por menos custos tributários, isto é, pela distribuição de JSCP (HOCH, 2017; ROSSETI; ANDRADE, 2014).

Assim, em um ambiente de conflitos de interesses, a forma de remuneração dos acionistas das empresas também se sujeita a conflitos de agência (FERREIRA JÚNIOR et al., 2010). Diante da opção da empresa de uma dada configuração de tributação, seu cenário empresarial poderá mostrar a ocorrência de conflitos de interesses entre os seus agentes, o contribuinte (ativo) e o tributante (passivo), ou seja, conflito de interesses entre os proprietários e os controladores.

Neste contexto, a presente pesquisa se vincula à temática de distribuição de JSCP e de dividendos para além da perspectiva tributária, sendo analisada sob a ótica da Governança Corporativa. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) afirmam que a governança em nível de empresa também desempenha um papel nas decisões de pagamento das instituições brasileiras, uma vez que os incentivos fiscais são mais valiosos para empresas que se comprometem com padrões mais elevados de proteção e transparência ao investidor.

Portanto, esta pesquisa busca contribuir com o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) e, em especial, com a linha de pesquisa: Governança e Sustentabilidade Organizacional. Isso reforça a escolha do tema e a relevância da pesquisa. Na sequência apresenta-se a lacuna e problema de pesquisa.

1.2 LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA

A relação entre a governança corporativa e a distribuição de resultados já foi abordada em outras pesquisas. Adjaoud e Amar (2010) investigaram a relação entre a qualidade da

governança corporativa e a política de dividendos. Esqueda e O'Connor (2020) analisaram o impacto do ciclo de vida corporativo na governança corporativa em mercados emergentes, e a pesquisa de Mohy-Ud-Din e Raza (2021) por sua vez traz o impacto do sistema de governança corporativa na política de dividendos e na eficiência da empresa.

Assim, sob a ótica de estudos anteriores a presente pesquisa mostra-se pertinente uma vez que lança mão de aspectos vinculados à governança corporativa (entrenchamento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio) os quais denotam a motivação para realização desta pesquisa, uma vez que na literatura pesquisada a relação governança corporativa e distribuição de resultados, não foi abordada sob este viés.

Mais precisamente, acerca da construção do problema de pesquisa, cabe destacar a discussão sobre a distribuição de resultados. Se de um lado a distribuição de JSCP é mais vantajosa do que o pagamento de dividendos para a empresa pagadora, isso nem sempre ocorre para quem o recebe; porque os dividendos recebidos não estão sujeitos à tributação do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), ao passo que os JSCP são tributados à alíquota de 15% na fonte (BRASIL, 1995).

No entanto, para as pessoas físicas, mesmo com tal tributação, é vantajoso receber JSCP, considerando-se para a empresa uma geração maior de valor (BORSATO; PIMENTA; RIBEIRO, 2009; BISCA, 2012). Já quando o acionista é uma pessoa jurídica, receber JSCP implica em maior tributação (PÊGAS, 2017).

Neste contexto, a substituição de pagamento dos dividendos pelo pagamento de JSCP representa um poderoso instrumento de planejamento tributário, pois representa uma redução legal da tributação sobre o lucro (PÊGAS, 2017). Logo, por ser essa distribuição uma forma de remuneração do capital da empresa, trata-se de uma elisão fiscal legítima (PÊGAS, 2017).

Nessa linha, Yano e Alencar (2010) apontam que no caso de o acionista controlador ser uma Pessoa Jurídica, este pode exercer influência para que a empresa utilize a forma de distribuição mais vantajosa para si, pagamento de dividendos, em detrimento dos interesses dos demais acionistas. Logo, essa situação revela um claro conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, pois, nesse viés, os interesses entre empresa e acionistas controladores seriam prejudicados por este tipo de distribuição. Essa afirmação fundamenta-se no estudo seminal de Jensen e Meckling (1976) denominado de Teoria de Agência que traz questões acerca do mau uso dos recursos por parte dos gestores. Ainda, de acordo com Jensen e Meckling (1976), o conflito de agência surge quando ocorre a separação entre a propriedade (principal) de uma entidade e sua gestão empresarial (agente).

Sousa Neto et al. (2014) afirmam que essa situação ajuda a identificar uma tendência em se remunerar os acionistas pela modalidade de dividendos ao invés de JSCP, em razão da existência de conflitos de agência e em relação aos efeitos tributários relacionados a cada tipo de acionistas. Assim, a decisão da política de distribuição de dividendos ou pagamento de JSCP remete à divergência de interesses dos acionistas minoritários versus controladores, sejam pessoas físicas ou jurídicas (SOUSA NETO et al., 2014).

Por outro lado, Martins e Famá (2012) também confirmaram a existência de problemas de agência e a influência das questões tributárias na opção de distribuição por tipo de dividendos no Brasil. O que remete a uma clara situação de governança corporativa, abarcando os fatores de entrincheiramento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio. Como mencionado anteriormente, estudos levantaram a influência de fatores de Governança Corporativa na distribuição de resultados de uma empresa; no entanto esta pesquisa avança no sentido de se fazer a análise conjunta dos fatores de entrincheiramento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio, na decisão de distribuição de resultados (JSCP e Dividendos).

A pesquisa se diferencia das outras citadas ao longo do texto por seu enfoque nos fatores específicos de governança corporativa (entrincheiramento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio) e na análise detalhada da relação entre esses fatores e a distribuição de resultados, preenchendo uma lacuna na literatura e avançando no entendimento dessa relação entre governança corporativa e distribuição de resultados.

A pesquisa avança na literatura existente ao explorar a relação entre governança corporativa e distribuição de resultados sob uma nova perspectiva, analisando fatores específicos de governança como determinantes dessa distribuição. Além disso, ao considerar a divergência de interesses entre diferentes stakeholders (executivos, controladores, acionistas minoritários), a pesquisa contribui para uma compreensão mais aprofundada dos mecanismos subjacentes à política de distribuição de resultados em empresas de capital aberto.

A lacuna identificada na literatura é que, enquanto pesquisas anteriores abordaram a influência da governança corporativa na distribuição de resultados, poucos estudos analisaram essa relação sob o viés dos fatores de governança mencionados acima. Além disso, a pesquisa busca entender como a decisão entre distribuir dividendos regulares e/ou JSCP envolve os interesses das empresas e de seus investidores, considerando os diferentes interesses de executivos e controladores.

Desse modo, diante da divergência com relação às opções da forma de pagamento da distribuição de resultados, juntamente com a concepção teórica de que esta decisão envolve

questões de governança além do benefício tributário, formula-se a questão de pesquisa que norteará a presente pesquisa.

Qual o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio nas empresas brasileiras de capital aberto?

A partir dessa questão de pesquisa, apresentam-se os objetivos do estudo.

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

Para responder à questão elucidada foram traçados os seguintes objetivos do estudo.

1.3.1 Objetivo geral

Analisar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio nas empresas brasileiras de capital aberto.

1.3.2 Objetivos específicos

- Avaliar o impacto do benefício fiscal na distribuição de juros sobre o capital próprio e dividendos.
- Investigar o impacto de variáveis de governança (entrenchamento, incentivos explícitos, monitoramento e desvios de direitos de voto e fluxo de caixa) na distribuição de juros sobre o capital próprio e dividendos.
- Realizar um estudo comparativo entre o impacto da governança nos juros sobre o capital próprio e nos dividendos.

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O mercado de capitais brasileiro, de acordo com Colombo e Terra (2022) apresenta algumas características importantes, tais como: regras de dividendo mínimo obrigatório, dividendos dedutíveis de imposto (JSCP) e tributação conforme a natureza jurídica do investidor. Isso traz à tona o foco da presente pesquisa, visto que com esta pesquisa pode-se contribuir para o desenvolvimento do mercado de capital nacional.

E, diante do arcabouço legal brasileiro, Lei nº 9.249/1995 e Lei nº 6.404 de 1976 referentes respectivamente a possibilidade de distribuição de resultados (JSCP) e pagamento

obrigatório de dividendos torna o mercado brasileiro um interessante objeto de estudo. Contudo, apesar de 20 anos se passarem desde a vigência do arcabouço tributário vinculado à Lei nº 9.249 de 1995, a remuneração via JSCP se mostra ainda desconhecida ou não utilizada por parte dos gestores da empresa (CRUZ et al., 2019).

Dentre aqueles que optam por essa distribuição, autores como Gomes, Takamatsu e Machado (2015), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) e Antunes (2012) apontam a tributação como forte determinante na política de pagamento de JSCP e distribuição de dividendos. Já os estudos, que serão mencionados a seguir, vincularam também a governança corporativa como um fator determinante acerca da distribuição de dividendos e JSCP. Souza, Peixoto e Santos (2016) analisaram qual é a relação da governança corporativa com a distribuição de dividendos, e os resultados apontaram que empresas com melhores práticas de governança corporativa distribuem dividendos superiores àquelas que desenvolvem práticas de governança incipientes.

Lopes (2015), por sua vez, avaliou o potencial de contribuição das práticas de governança corporativa para a redução da assimetria informacional entre as partes interessadas. Já, Zagonel, Terra e Pasuch (2018) analisaram a influência dos impostos e da governança corporativa na política de dividendos das empresas brasileiras, no período de 1986 a 2011. O estudo de Pour e Lasfer (2018) forneceram evidências sobre o impacto dos impostos de renda corporativos e pessoais e sistemas de governança corporativa em estruturas de vencimento de dívida e alavancagem, em empresas de vários países, no período de 1990 a 2015. Wiberg e Andersson (2021) investigaram como a estrutura de propriedade afetou as políticas de pagamento de dividendos das empresas na Suécia, no período de 2015-2019. Colombo e Terra (2022) abordaram a questão da política de distribuição de resultados sendo impactada pela identidade dos investidores. Com isso, mostra-se que a literatura acadêmica apresenta estudos acerca da distribuição de dividendos com vinculações para além das vantagens que superam suas consequências fiscais negativas.

Além disso, diante dos desafios da construção de possibilidades de decisão para que as empresas consigam reduzir o impacto da carga tributária no seu orçamento, aprofundar o conhecimento sobre o tema, mostra-se muito relevante, uma vez que com a inserção dos mecanismos de governança (entrenchamento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio) as decisões acerca do planejamento tributário das empresas poderão ser mais eficientes para as empresas. Desse modo, este estudo, poderá oportunizar a gestores de empresas uma opção com escolhas mais racionais a respeito da política de distribuição de dividendos, não sendo vista apenas sob a perspectiva dos impostos.

Todavia, apesar de haver vários estudos (ARMSTRONG et al., 2015; BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012; WIBERG; ANDERSSON, 2021; ZAGONEL, TERRA; PASUCH, 2018) sobre política de dividendos, com diferentes vieses, destaca-se que esta pesquisa corrobora com a compreensão da opção das empresas em distribuir dividendos regulares e/ou JSCP sobre os preceitos das práticas de governança corporativa ancorada nos fatores de entrincheiramento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio. Com isso, este estudo busca evidenciar um olhar diferenciado, estabelecendo uma relação entre as proxies de governança corporativa e a distribuição de JSCP. Também, pretende-se avançar sobre a questão do benefício fiscal sob o ponto de vista para além da alavancagem (GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015; POUR; LASFER, 2018).

Como contribuição teórica deste estudo está a ampliação da literatura e do conhecimento sobre JSCP associado à temática da governança corporativa, em particular avançar na relação entre os fatores de entrincheiramento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio e a distribuição de JSCP e Dividendos. Ao investigar como esses elementos específicos da governança corporativa influenciam a política de remuneração de acionistas, o estudo oferece uma nova perspectiva sobre as dinâmicas subjacentes à distribuição de resultados financeiros. Além disso, ao explorar a interação entre governança corporativa e distribuição de resultados, esta pesquisa contribui para um entendimento mais profundo dos fatores que moldam as decisões de remuneração dos acionistas, enriquecendo o debate acadêmico e fornecendo insights para futuras investigações nesse campo.

Com relação à contribuição prática busca-se por meio da compreensão das exigências legais, dos aspectos societários e das práticas de governança corporativa relacionadas à distribuição dos resultados, mais especificamente em relação aos JSCP. Ao elucidar a influência de fatores específicos de governança na política de remuneração, a pesquisa fornece ferramentas práticas para os gestores avaliarem as implicações de diferentes estratégias de distribuição de resultados, permitindo uma tomada de decisão mais informada e alinhada com os objetivos da empresa e as expectativas dos acionistas.

Já, a contribuição social oferece novos conhecimentos sobre a interação entre governança corporativa e distribuição de resultados, beneficiando uma ampla gama de stakeholders, incluindo gestores, controladores, órgãos reguladores, usuários de informações financeiras, pesquisadores e a sociedade em geral. Ao fornecer uma análise aprofundada dessas questões, o estudo pode auxiliar no processo decisório, promover debates mais informados sobre os aspectos legais, societários e de governança corporativa e contribuir para a transparência e a eficiência do mercado de capitais.

Assim, com esta pesquisa busca-se contribuir com o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) e, em particular, com a linha de pesquisa em Governança e Sustentabilidade Organizacional, esta pesquisa abre caminho para a formulação de novos problemas de pesquisa e a continuidade dos estudos nesta área. Ao explorar a interseção entre governança corporativa e distribuição de resultados, o trabalho enriquece o corpo de conhecimento do programa e estimula o desenvolvimento de futuras investigações que possam aprofundar o entendimento dessas questões críticas no contexto brasileiro e internacional.. A seguir apresenta-se a estrutura da pesquisa.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos. O primeiro capítulo é a introdução, na qual constam o problema de pesquisa, os objetivos do estudo, a justificativa e a estrutura do projeto. No segundo capítulo, aborda-se o referencial teórico, no qual se contempla os temas vinculados ao propósito deste estudo. Em seguida, no terceiro capítulo, são descritos os procedimentos metodológicos, tipo e estratégia de pesquisa utilizada, população e amostra do estudo, operacionalização da coleta dos dados, técnicas de análises dos dados e limitação do método. No quarto capítulo, apresenta-se a análise dos resultados. No quinto capítulo constam as conclusões da pesquisa. Por fim, apresenta-se o referencial utilizado.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo aborda a base conceitual da presente pesquisa. Inicialmente apresentam-se aspectos sobre o impacto do benefício fiscal vinculado à forma como as empresas utilizam a distribuição de seu capital próprio. Na sequência são discutidos os principais aspectos sobre a distribuição de resultados, dividendo mínimo obrigatório e distribuição de resultados (JSCP). Posteriormente, são apresentados os aspectos da governança corporativa voltados para o viés da pesquisa. Por fim, aborda-se o desenvolvimento de hipóteses.

2.1 O IMPACTO DO BENEFÍCIO FISCAL SOBRE OS JSCP E OS DIVIDENDOS

Entender a importância do impacto dos impostos e distribuições dedutíveis de impostos no valor da empresa faz parte da compreensão acerca da forma de como a empresa formula sua política de pagamento de resultados. Inicialmente, dada à relevância do assunto, se faz referência a alguns estudos seminais como de Modigliani e Miller (1958, 1961, 1963), Miller (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), que compõem a base de entendimento sobre o tema.

De acordo com Berk e Demarzo (2009), em um cenário de mercados de capitais perfeitos, em que todos os títulos são precificados justamente, não há impostos ou custos de transação, e os fluxos de caixa totais dos projetos de uma empresa não são afetados pela forma como a empresa os financia. Nesse sentido, Modigliani e Miller (1958) propuseram que, com mercados de capitais perfeitos, o valor total de uma empresa não deve depender de sua estrutura de capital, portanto, em um mercado de capitais perfeito, o valor total de uma empresa é igual ao valor de mercado dos fluxos de caixa totais gerados por seus ativos e não é afetado por sua escolha de estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Na sequência, de forma similar, a irrelevância da estrutura de capital na geração de valor da empresa, Miller e Modigliani (1961) defendem que a política de dividendos, igualmente, seria irrelevante sobre o viés da geração de valor. Mais adiante, Modigliani e Miller (1963), consideraram a influência dos impostos na composição da estrutura de capital das empresas. Dessa forma, apontaram que o pagamento dos juros deveria ser considerado como despesa dedutível (MODIGLIANI; MILLER, 1963) o que de acordo com Sousa Neto et al. (2014) diminui a base de cálculo dos tributos e, conseqüentemente, o valor dos impostos a pagar, aumentando, assim, o fluxo de caixa livre das empresas.

Assim, foram estabelecidas duas novas proposições, incluindo os impostos. A primeira mostrando que a dívida e o pagamento de juros interferem na estrutura de capital da empresa, pois o valor da empresa seria definido pelo valor total do capital próprio mais o valor do benefício fiscal (BERK; DEMARZO, 2009). E, a segunda, em que o custo do capital próprio cresce com o endividamento da empresa, tendo em vista que o risco aumenta com a alavancagem financeira (BERK; DEMARZO, 2009).

Portanto, Modigliani e Miller (1963) demonstraram que, quando os pagamentos de juros são dedutíveis, o valor da empresa aumenta de acordo com o seu nível de endividamento. Em complemento, Miller (1977) observa que os impostos pessoais também desempenham um papel porque as taxas de impostos pessoais geralmente diferem para pagamentos de juros e distribuições de capital. Diante desses resultados, entende-se que há uma sinalização do aumento do valor da empresa quando ela utiliza a distribuição por meio de JSCP.

Outra teoria relevante ao escopo da pesquisa trata-se da teoria do trade-off, a qual sustenta que a estrutura ótima de capital de uma empresa é determinada por meio do balanceamento dos efeitos dos impostos sobre as dívidas e dos custos de falência associados à alavancagem (MYERS, 1984). De acordo com essa teoria, a empresa estabelece níveis de endividamento por meio dos quais cria um trade-off entre os benefícios fiscais proporcionados pela dívida e os custos de insolvência (MYERS, 1984).

Mais precisamente, em relação ao financiamento das empresas, conforme a abordagem da Teoria Pecking Order de Myers (1984), as empresas seguem uma sequência lógica e prioritária para o levantamento de recursos (IGLESIAS, 2021). Adicionalmente, Myers e Majluf (1984) afirmam que as empresas seguem uma hierarquia de fontes de financiamento, preferindo os recursos internos em detrimento dos externos (Pecking Order). Pode-se assim dizer que a Teoria Pecking Order, proposta por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), leva em conta a assimetria de informação que acontece entre os gestores e investidores, derivando disso uma justificativa de preferência na forma de obter capital (IGLESIAS, 2021).

Com isso, de acordo com Nakamura et al. (2007), a Teoria do Pecking Order fundamenta-se em uma determinada hierarquia de preferências para definir os recursos, internos e externos, que serão utilizados para financiar os projetos da empresa. Portanto, os administradores da empresa estabelecem uma ordem de preferências. Inicialmente, utilizam os recursos gerados internamente, na sequência, recursos por meio de novas dívidas e, por último, detêm recursos por meio do lançamento de novas ações no mercado (NAKAMURA et al., 2007).

Destaca-se ainda, no contexto brasileiro, o estudo de Zani et al. (2014), pois objetivou analisar a influência da política de JSCP no desenvolvimento da estrutura de capital de empresas brasileiras no período de 1998 a 2006. Para tanto, construíram os modelos Dívida de Mercado e Dívida Contábil e para ambos foi encontrada uma relação negativa entre JSCP e a variável dívida. Esses resultados revelam que as empresas que utilizaram a política de distribuição de JSCP estão se financiando menos com capital de terceiros do que as empresas que não adotaram a política de distribuição de JSCP. Ainda cabe destacar, que o estudo contribuiu para o entendimento sobre os efeitos de diferentes benefícios fiscais não relacionados à dívida na propensão a usar dívidas como benefícios fiscais.

Nesse sentido, Gregova et al. (2021) verificaram a influência do benefício fiscal e do gerenciamento de resultados na estrutura de capital de 10.627 empresas dos países V4, no período de 2014 a 2017. Os resultados indicam que o comportamento das empresas na área de estrutura de capital segue a Pecking Order, com o crédito comercial de curto prazo do passivo mais usado. Já o benefício fiscal de juros é de pouca importância para decidir entre dívida e patrimônio, enquanto o benefício fiscal não dívida está negativamente correlacionado com a dívida. Afirmam ainda que, o benefício fiscal da dívida, chamado de benefício fiscal, é o principal motivo desta teoria e tende a explicar o crescimento da dívida corporativa. Graham (2000) explica que a causa de as empresas não aproveitarem plenamente os benefícios fiscais da dívida deve-se a uma visão de uma política de endividamento conservadora. Já para Blouin, Core e Guay (2010) a importância de considerar os benefícios fiscais não relacionados à dívida estão ao se avaliar o nível ótimo de dívida considerando o aspecto tributário.

Com base nos estudos de Modigliani e Miller (1963), denota-se que a utilização do financiamento por dívida é vantajosa no desenvolvimento da estrutura de capital e assim como a dívida, também, são dedutíveis os retornos pelo JSCP. Com isso, o impacto dos benefícios gerados pelo JSCP poderia mitigar ou até mesmo eliminar os benefícios fiscais da dívida, influenciando o desenvolvimento da estrutura de capital.

Logo, diante do exposto pode-se avançar na compreensão das condições em torno dos benefícios fiscais não relacionados à dívida; os quais podem ser substitutos ou complementares aos benefícios fiscais da dívida, também como o efeito de tais decisões pode afetar o valor de mercado da empresa. A seguir apresenta-se a base teórica sobre a distribuição de resultados de uma empresa.

2.2 DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

As políticas de remuneração aos acionistas são bastante diversas. De acordo com Fiorati (2007), aspectos tributários e informacionais influenciam essas políticas de remuneração. No Brasil, de acordo com Décourt (2009) as formas mais utilizadas de distribuição de capital, são a distribuição de dividendos e a distribuição de JSCP. Ainda segundo o autor a legislação brasileira, para ambas as distribuições, apresenta distintos critérios de cálculo e efeitos fiscais.

A legislação referente à distribuição de JSCP foi implementada a partir de 1996 e passou desde então a permitir que as empresas distribuíssem dinheiro aos acionistas na forma de dividendo, JSCP ou uma combinação dos dois (DÉCOURT, 2009).

Acerca da decisão de qual distribuição de resultados a empresa vai utilizar, Hoch (2017) realizou uma pesquisa com vistas a compreender o que faz as empresas optarem pela distribuição de dividendos em detrimento à distribuição de JSCP; uma vez que esta distribuição é uma opção tributariamente mais atrativa. Seus resultados apontaram que empresas que não optaram pelo pagamento de JSCP possuem uma pessoa jurídica como controladora. Mostraram que empresas que possuem práticas de governança corporativa verificadas por meio da análise dos níveis de governança (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado) são mais efetivas e tendem a realizar mais a distribuição de JSCP.

Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) explicam que os dividendos são tributados apenas no nível corporativo, enquanto os JSCP são dedutíveis no nível corporativo, mas sujeitos à retenção na fonte no nível do acionista. Como a carga tributária líquida é menor para pagamentos de juros sobre capital próprio do que para dividendos, as empresas brasileiras têm o incentivo para distribuir dinheiro aos acionistas por meio de juros sobre capital próprio (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012). Em consonância com isso, Santos e Salotti (2007, p. 113) afirmam que “a remuneração paga ao acionista na forma de JSCP está calcada fundamentalmente nas vantagens fiscais oferecidas pela legislação”.

No entanto, outras óticas da opção da distribuição de juros sobre capital próprio foram encontradas. Em um estudo com companhias abertas brasileiras, Silva et al. (2006) afirmaram que empresas do setor siderúrgico, não calculam os juros sobre o capital próprio nas formas previstas pelas legislações societária e fiscal, e ainda independente da previsão da legislação societária e fiscal; as empresas não observam os limites dos JSCP e/ou não dão o tratamento contábil previsto.

Nesse Contexto, Colombo e Terra (2022) investigaram se a identidade do acionista controlador é um fator determinante para a distribuição de lucros (JSCP). Os resultados

forneceram evidências de que muitas empresas podem não desfrutar dos benefícios fiscais do JSCP devido à legislação tributária, que desencoraja seu uso pelos acionistas controladores. Observaram que a presença de investidores institucionais aumenta significativamente os pagamentos na forma de JCP em relação aos dividendos e sugerem que a identidade dos acionistas influencia a política de dividendos por meio do canal de tributação.

Lopes, Dias Filho e Abreu (2018) apresentaram um estudo cujo objetivo foi analisar a relação entre a remuneração por meio dos JSCP e a variabilidade do lucro contábil e a variabilidade do lucro tributável. A pesquisa foi realizada com empresas brasileiras com ações listadas na B3, no período entre 2006 e 2011. Os resultados mostram que as empresas, de modo geral, não utilizavam a distribuição de JSCP para reduzir a variabilidade dos seus resultados (aumento ou redução dos dispêndios tributários, que podem variar em função do nível de juros sobre capital pagos). No entanto, as empresas do Nível 1 da Governança Corporativa se utilizaram dos JSCP para essa prática de suavização. Com relação ao gerenciamento do lucro tributável, em geral, há indícios de que essa métrica influencia a decisão pela remuneração por meio dos JSCP. Esse fato pode ser um indício de que a redução do ônus tributário é o que importa na decisão desse meio de remuneração. Porém, do ponto de vista teórico, isso poderia ser justificado, pois as empresas submetidas às melhores práticas de governança optam pelo gerenciamento de resultados por atividades reais (LOPES; DIAS FILHO; ABREU, 2018).

Assim, para facilitar o entendimento, essa subseção foi dividida em duas partes, a primeira abordando o tema Dividendo mínimo obrigatório e a segunda os Juros sobre capital próprio.

2.2.1 Dividendo mínimo obrigatório

O mercado de capitais brasileiro caracteriza-se pelo dispositivo legal do pagamento de dividendo mínimo obrigatório, implementado por meio da Lei nº 6.404 de 1976, conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas, em que está instituído o pagamento de dividendo mínimo obrigatório.

Conforme Berk e Demarzo (2009) a empresa pode definir em seu estatuto qual será o dividendo mínimo a ser pago aos seus acionistas. Caso o estatuto seja omissivo a esse respeito, o dividendo mínimo obrigatório passará a 50% do lucro líquido com os acréscimos e deduções estabelecido na Lei nº 6.404/76 (Artigo 202). Contudo, esse percentual poderá ser alterado por uma assembleia geral, com a limitação mínima de 25% do lucro líquido (BERK; DEMARZO, 2009).

Com relação ao Artigo 202 da Lei nº 6.404/76, Carvalho (2003) reporta que a grande preocupação da Lei no caso desse artigo foi de proteger o acionista minoritário de políticas discricionárias dos administradores, e dessa forma, impor restrições sobre os gestores de empresas. Costa (2013) aponta que o artigo 202 da Lei nº 6.404/76 não faz distinção entre o acionista ao qual será conferido o dividendo mínimo obrigatório, ou seja, alcança a qualquer acionista que possui ações, sendo ordinárias ou preferenciais. Ainda, de acordo com Costa (2013) ao impor um percentual mínimo de distribuição de dividendos, a legislação brasileira visa evitar práticas abusivas de retenção de lucros em excesso por parte de algumas empresas que venham a omitir em seus estatutos sociais a definição de um índice de *payout*.

Nesse sentido, cabe destacar, a argumentação de Carvalho (2003), quando aponta que, em geral, as empresas possuem a possibilidade de estabelecer sua política de dividendos, da forma que melhor acharem conveniente, porém, devem considerar que as formas sejam reguladas com clareza e precisão, e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos administradores ou da maioria.

Bufoni, Magalhães e Cordeiro (2017) analisaram as estratégias adotadas pelas empresas Sul América, Porto Seguro, Banco do Brasil Seguridade e Aliança da Bahia entre 2014 e 2016 acerca da remuneração de seus acionistas. Os resultados encontrados apontam que as empresas Sul América e a Porto Seguro utilizam os JSCP como complemento da distribuição do dividendo mínimo obrigatório, mas Banco do Brasil Seguridade e Aliança não. Ainda os resultados mostram que, entre as empresas que usam os JSCP, há duas estratégias, uma agressiva que atua até sobre o Patrimônio Líquido, e uma moderada, que atua apenas sobre a distribuição de dividendos. E que, não é o limite estipulado o fator determinante na política de remuneração dos acionistas, mas sim, sua composição.

Galvão, Santos e Araújo (2018) buscaram identificar se as empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira entre 2002 e 2013 distribuíram lucros por meio de dividendos ou de JSCP. Os resultados apontaram que, a maioria das empresas adotava o pagamento de dividendos mínimos obrigatórios, no percentual de 25% sobre o lucro líquido ajustado.

Ainda, se uma empresa que mantém os dividendos relativamente estáveis, enquanto constitui Reservas de Lucro, aumentando seu Patrimônio Líquido, pode se beneficiar de três maneiras: aumentando a base de cálculo da taxa de juros de longo prazo (TJLP) aplicada sobre o Patrimônio Líquido; reduzindo a base de cálculo que incide os dividendos; já que os juros contam como base de cálculo para os dividendos obrigatórios; e reduzindo a proporção necessária de dividendos nos 25% obrigatórios de remuneração (BUFONI; MAGALHÃES; CORDEIRO, 2017).

2.2.2 Juros sobre capital próprio

A Lei nº 9.249 de 1995, criou a modalidade de remuneração dos acionistas denominada Juros Sobre Capital Próprio, sendo considerada uma forma alternativa de remuneração, além da tradicional remuneração por dividendos.

Berk e Demarzo (2009), no entanto observam que a figura dos JSCP representa um incentivo para compensar o fim da correção monetária dos balanços das firmas e que parte dos dividendos pagos sob a forma de JSCP pode ser considerada como despesa financeira, o que contribui para reduzir a base de cálculo do IR incidente sobre o lucro das empresas. Posteriormente, a Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996 estendeu essa dedução a base de cálculo da contribuição social sobre o lucro, a partir do exercício de 1997, condicionando a dedução ao efetivo pagamento ou crédito aos acionistas (BRASIL, 1996).

Um ponto importante a ser destacado é que o valor dos juros pagos ou creditados aos acionistas pode ser imputado ao valor do dividendo mínimo obrigatório conforme o art. 202 da Lei nº 6.404 de 1976. Além disso, os JSCP podem ser utilizados para o cumprimento do dividendo mínimo obrigatório (BERK; DEMARZO, 2009). No entanto, para o seu pagamento ser enquadrado como despesa dedutível da base de cálculo de imposto de renda e contribuição social, não deve exceder a TJLP aplicada ao Patrimônio Líquido, limitado a 50% das reservas de lucros ou do lucro líquido, o que for maior (MOTA; EID JUNIOR, 2007; SIMÕES, 2017).

Na sequência, com a mudança na legislação ocorrida com a Lei nº 9.718 de 1998, o recebimento de JSCP passou a compor a base do Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), no método não cumulativo e com as mudanças para maior nas alíquotas de PIS e COFINS (BRASIL, 1998).

Assim, a análise acerca da opção do pagamento de JSCP de pessoa jurídica para pessoa jurídica, deve ser ainda mais cuidadosa, uma vez que além do recolhimento dessas contribuições tem-se a dedutibilidade delas na base do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); o que, conforme Pêgas (2017), torna o pagamento entre empresas não vantajoso.

Por outro lado, a grande vantagem ocorre quando há o pagamento diretamente de uma pessoa jurídica para pessoas físicas, com um retorno de até 19% do valor bruto, referente à (CSLL) devida e ao adicional de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), não tributados na pessoa física (PÊGAS, 2017).

Como resultado, o JSCP no Brasil beneficia as empresas, pois é considerado uma despesa comercial dedutível para fins de IR e CSLL (imposto incidente sobre o lucro líquido

das sociedades para o financiamento da segurança social) (ZANI et al., 2014). Mas, quando o recebedor for pessoa física, na remuneração por JSCP incidirá sobre o imposto de renda retido na fonte uma alíquota de 15% na data do pagamento ou do crédito aos beneficiários.

Outro ponto relevante trata da motivação acerca da decisão sobre o pagamento de remuneração aos acionistas. Mota e Eid Junior (2007) analisaram as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2000 a 2005. Verificaram com isso a motivação para a escolha da distribuição aos acionistas por dividendos, JSCP e recompra de ações. Apontaram a partir disso a estabilidade dos fluxos de caixa, o não comprometimento com endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento como os fatores que levaram as empresas a distribuírem uma maior parte dos seus lucros na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio.

Observaram ainda que mesmo os JSCP sendo mais vantajosos como forma de distribuição do que os dividendos, muitas empresas que possuem disponibilidade não os utilizavam levando à destruição de valor da empresa. Mostraram também que as empresas que mais distribuem JSCP são as mais antigas na B3, e que possuem os maiores *payouts*. Já as recompras de ações eram utilizadas como complemento aos dividendos, quando as ações possuem liquidez.

O objetivo da criação dos JSCP, de acordo com Costa (2013), foi a permissão da dedução do lucro tributável, da parcela paga aos acionistas, a título de remuneração do capital próprio, como uma despesa financeira. Assim, a partir da redução da base de cálculo do imposto de renda haverá redução de sua carga tributária.

Ressalta-se que quando recebem os JSCP os acionistas (pessoa física) são tributados em 15% do imposto de renda retido na fonte, ou seja, a empresa que paga os JSCP fica responsável por fazer a retenção do tributo e repassar ao governo (PÊGAS, 2017). Já quando o recebedor se trata de uma pessoa jurídica, sua carga tributária pode chegar a 34% (IRPJ e CSLL) mais 9,65% de PIS e COFINS (PÊGAS, 2017).

Ainda cabe destacar, conforme aponta Costa (2013), que os JSCP podem ser calculados pela taxa que a empresa considerar adequada, para remunerar este capital próprio colocado a sua disposição, no entanto, a restrição a seguir descrita de acordo com a legislação tributária, limita sua utilização pelas empresas.

Carvalho (2003) aponta que a legislação tributária estabelece que para considerar essa despesa dedutível nos cálculos de imposto de renda e contribuição social, os limites seguintes devem ser observados: (i) não deve exceder a variação da TJLP pro rata, fixada pelo Banco

Central; e, (ii) a aplicação do percentual da variação da TJLP no período sobre o valor do patrimônio líquido, não poderá exceder a 50% do maior valor entre o lucro líquido correspondente ao período base do pagamento dos juros, e o saldo dos lucros acumulados e reservas de lucros de períodos bases anteriores. Ou seja, não pode ser maior do que 50% das reservas de lucros ou do lucro líquido do exercício o que for maior.

Estudos como de Paiva e Lima (2001), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) discutem a tributação e JSCP e suas influências na distribuição de resultados. Paiva e Lima (2001) procuraram evidências a respeito da influência da tributação e dos JSCP na política de dividendos das empresas brasileiras, antes e depois da instituição dos JSCP na legislação tributária. Para isso, realizaram testes no nível de *payout* em 1995 e após 1996, quando foram instituídos os JSCP e os dividendos tornaram-se isentos.

Além disso, foram segmentadas as amostras das empresas que pagaram e não pagaram JSCP no período seguinte ao ano de 1996. Os resultados obtidos não puderam concluir que as alterações tributárias influenciaram significativamente a política de dividendos.

Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) analisaram o impacto da carga tributária na distribuição de caixa usando uma amostra de empresas brasileiras, que são autorizadas por lei a distribuir dinheiro aos acionistas.

Os resultados apontam que os impostos são um determinante primário das decisões de política de pagamento das empresas brasileiras, uma vez que a lucratividade e os índices de desembolso (benefícios fiscais não patrimoniais) estão positivamente (negativamente) relacionados à probabilidade de uma empresa pagar juros sobre o capital próprio. Também, concluíram que, muitas empresas continuam a pagar dividendos apesar das vantagens fiscais dos pagamentos de JSCP. Além disso, os retornos anormais em torno de anúncios de políticas de pagamento sugerem que essas empresas estão, pelo menos em parte, atendendo à demanda dos investidores.

Um ponto importante é a visão de Carvalho (2003) quando expressa a relação da legislação tributária com a política de dividendos das empresas, com isso, expõe que a legislação tributária exerce mudanças no comportamento de escolha ótima dos agentes econômicos, ou seja, exerce mudanças no sentido de incentivar a substituição de opções tributáveis por opções não tributáveis, na hipótese de os agentes optarem por maximizar o ganho líquido do investidor após o pagamento dos impostos.

A Tabela 1 mostra uma síntese das diferenças tributárias no recebimento de JSCP.

Tabela 1 – Síntese das diferenças tributárias no recebimento de JSCP

Natureza Jurídica do acionista	Pessoa Física	Pessoa Jurídica não sujeira ao adicional de IR	Pessoa Jurídica sujeita ao adicional de IR	Fundos de investimento e de pensão
A) Alíquotas incidentes sobre receitas de JSCP				
IR retido na fonte (1)	15% (definitivo)	15% (compensáveis)		0%
CSLL (2)	-	9%		-
IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) (3)	-	0%	10%	-
PIS / COFINS (4)	-	9.25%		-
B) Economia tributária global				
Benefício fiscal no nível da firma	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Tributação no nível do beneficiário (1+2+3+4)	15.00%	33.25%	43.25%	0.00%
Economia tributária global com o uso de JSCP	19.00%	0.75%	-9.25%	34.00%

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 até a presente data. Empresas com faturamento bruto anual acima de R\$240 mil pagam, além do IR de 15% retido na fonte e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 10% de IRPJ adicional, totalizando aproximadamente 34% de carga tributária sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota de pagamento de JSCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regimento específico. Pessoas jurídicas receptoras de JSCP podem compensar o imposto de renda retido no pagamento com o imposto devido no ano corrente, sendo que esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto possa ser abatido do efetivamente devido. A análise da economia tributária global com a distribuição de JSCP leva em conta o total de tributos pagos pela investida e pelo investidor. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) na ótica tanto da empresa (investida) quanto dos beneficiários (acionistas). Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JSCP é obtida dividindo-se o valor absoluto da economia fiscal global pelo que seria globalmente pago de impostos na hipótese de distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

Fonte: Adaptado de Colombo et al. (2012, p. 7).

Assim, após essa exposição teórica acerca dos JSCP, na sequência apresenta-se a base teórica sobre a governança corporativa com ênfase nos fatores de entrenchamento, incentivos explícitos, monitoramento e desvio.

2.3 FATORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS

Frente à constante evolução das empresas e suas inserções no mercado de capitais, a discussão acerca dos conflitos de interesses entre proprietários e gestores passaram a influenciar

a tomada de decisões das empresas (BOSSE; PHILLIPS, 2016; JENSEN; MECKLING, 1976). Nessa ótica, o auxílio para enfrentamento desses conflitos depende de certos mecanismos que envolvam um adequado relacionamento entre credores, acionistas minoritários, controladores e gestores. A esses instrumentos de controle e monitoramento a Teoria da Agência conceitua como Governança Corporativa (BOSSE; PHILLIPS, 2016; JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) definiram o termo governança corporativa como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência. Cabe destacar, no entanto, que as práticas de Governança Corporativa se remetem aos mecanismos de controle e sintonia entre os acionistas e seus contratados. Desse modo, tais práticas de relacionamento entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal otimizam o desempenho da empresa, facilitando o acesso ao capital (B3, 2022).

O marco da governança corporativa foi desenvolvido por Berle e Means (1932). Os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos administradores e aumentaria as chances de agirem em interesse próprio em detrimento do interesse dos acionistas (BERLE; MEANS, 1932). De acordo com Sousa Neto et al. (2014), os mecanismos de governança corporativa visam aumentar a confiabilidade das relações entre as empresas e seus acionistas, tendo em vista a redução de conflitos.

No âmbito dos ditames da governança corporativa a Bolsa de Valores do Brasil segmenta-se em níveis de governança corporativa, denominados: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Tais níveis são denominados segmentos especiais de listagem da B3 e seguem as regras de governança corporativa diferenciada (B3, 2022). Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei nº 6.404 de 1976 e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem (B3, 2022). Além disso, tais regras foram definidas com a finalidade de atrair investidores, assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, e foram criados quando foi percebido que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas (B3, 2022).

Na presente pesquisa a governança corporativa está sendo explorada sob a ótica dos fatores Monitoramento, Entrincheiramento, Incentivos Explícitos, e Desvio. Com isso, na sequência apresentam-se estes fatores.

O Monitoramento pelo conselho de administração na visão de Berk e Demarzo (2009) trata-se de um procedimento que pode minimizar o conflito de interesses, uma vez que na

maioria dos casos, os acionistas compreendem que há limites razoáveis sobre o grau de monitoramento que eles podem esperar do conselho de administração. Com relação à independência do conselho de administração, observam que a hipótese, da formação dos conselhos de administração, com uma maioria de diretores externos, funciona como melhores monitores dos esforços e ações da gerência (BERK; DEMARZO, 2009). Com relação ao tamanho do conselho de administração, administrações menores estão associadas a maior valor e desempenho da empresa (BERK; DEMARZO, 2009).

Em relação ao entrincheiramento, Berk e Demarzo (2009) definem que um conselho de administração é cativo (dominado) quando suas tarefas de monitoramento foram compromissadas por conexões ou lealdades percebidas à gerência, levando a noção de que quanto mais tempo um *Chief Executive Officer* (CEO) tiver servido à empresa, mais provável será de que a administração seja cativa (BERK; DEMARZO, 2009; SAITO; SILVEIRA; 2008). Com relação à dualidade no Conselho, quando o CEO também é o presidente do conselho de administração, a carta de indicação oferecendo um assento a um novo diretor vem dele. O que reforça a ideia de que os diretores externos devam sua posição ao CEO e trabalham para o CEO em vez de para os acionistas e, com o passar do tempo, a maioria dos diretores independentes terá sido indicada pelo CEO, ou seja, com diretores com menos chance de desafiar o CEO (BERK; DEMARZO, 2009; RAMOS; MARTINEZ, 2006).

Larrate (2013) refere que as políticas de remuneração e outros incentivos gerenciais são ferramentas utilizadas pelas empresas na busca de alinhamento dos seus interesses com os dos seus gestores, e a utilização dos incentivos aos gestores se trata de um mecanismo de governança corporativa. Ainda de acordo com o autor, os incentivos podem ser positivos ou negativos. Os incentivos positivos trazem a satisfação das necessidades individuais (recompensas). Já os incentivos negativos, reduzem a satisfação dessas necessidades e possuem efeitos de punição sobre o indivíduo (LARRATE, 2013). Em complemento, Silva et al. (2019) apontam que os sistemas de incentivos gerenciais são utilizados como mecanismos de recompensas e/ou punições aos resultados de avaliação de desempenho.

A remuneração total dos gestores consiste, na maioria das vezes, para Larrate (2013), em três componentes: salário, benefícios, e remuneração variável. O salário refere-se à remuneração mensal ou anual (forma fixa), já os benefícios ou compensações podem ser na forma de seguro de vida, assistência médica, viagens, e assessoria jurídica entre outros; ao passo que a remuneração variável se vincula ao desempenho (bônus em dinheiro, ações e opções). Nesse sentido Silva et al. (2019) definem os incentivos explícitos como a remuneração por meio dos programas de incentivos, tais como: opções, bônus e participação nos lucros. Por sua vez,

Larrate (2013) afirma que para formular e executar estratégias de governança bem-sucedidas, a remuneração variável do gestor deverá ser estabelecida com base no seu desempenho ou nas suas realizações em benefício da empresa.

De igual forma, Berk e Demarzo (2009) dizem que o papel do sistema de governança corporativa é minimizar o conflito de interesses resultantes da separação entre propriedade e controle, com isso, o sistema tenta alinhar esses interesses fornecendo incentivos por ações corretas e punindo ações incorretas. Os Incentivos Explícitos referem-se à remuneração por meio dos programas de incentivos, tais como: opções, bônus e participação nos lucros (SILVA et al., 2019).

Por fim aborda-se o desvio, comportamento que tem instigado estudos no campo da governança corporativa (CEZAR, 2019). O desvio da regra; uma ação, um voto, evidencia-se por meio da separação dos direitos de controle e propriedade, em geral sob o efeito da divergência dos direitos em relação ao desempenho da empresa e o impacto do distanciamento do controle e propriedade sobre o mercado de capitais ao redor do mundo (CLAESSENS et al., 2002; CHU; LIU; CHEN, 2014; UTAMA; UTAMA; AMARULLAH, 2017).

Desai e Dharmapala (2006), destacam que empresas bem governadas são mais propensas a ter mecanismos de controle interno para evitar tal desvio e argumentam que uma relação negativa entre incentivos de patrimônio dos gestores e evasão fiscal só se manifestará em empresas bem governadas. Em contraste, eles assumem que as empresas mal-governadas não usarão incentivos de capital para encorajar a elisão fiscal, porque não possuem mecanismos de governança para evitar o desvio gerencial (DESAI; DHARMAPALA, 2006).

Porém, no contexto brasileiro, a própria Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) estimula o mercado de capitais a se desviar do princípio da regra uma ação, um voto, principalmente por meio da emissão ações nas classes de ações ordinárias e preferenciais (CEZAR, 2019). A ação ordinária concede ao acionista o direito a votos nas assembleias, no entanto, apesar do direito a voto, esses acionistas não são responsáveis pelas dívidas da empresa (BRASIL, 1976). E, a ação preferencial não concede aos acionistas o direito a votos e na mudança de controle acionário não lhe é garantido o prêmio de controle, no entanto essas ações são mais fáceis de serem negociadas (BRASIL, 1976). Na sequência apresenta-se o desenvolvimento de hipóteses.

2.4 DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Nesta seção apresenta-se a base teórica que forneceu os subsídios para a construção das hipóteses da presente pesquisa. No intuito de embasar teoricamente a construção das hipóteses descritas sob o viés da governança corporativa, inicialmente elencam-se os estudos de Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), os quais pontuam que uma melhor governança corporativa ocasiona menores problemas de agência, o que pode reduzir a necessidade da distribuição de dividendos.

Com relação à hipótese formulada acerca do impacto do benefício fiscal na distribuição de JSCP, vários autores (BERZINS; BOHREN; STACESCU, 2014; CHOHAN, 2019; PAIVA; LIMA, 2001; PEREIRA; PETRI, 2020; SANTOS; SALOTTI, 2007), mostraram uma relação direta entre o benefício fiscal e a distribuição de JSCP.

A pesquisa de Paiva e Lima (2001) objetivou produzir evidências empíricas a respeito da influência da tributação e dos JSCP na política de dividendos das empresas. Para tanto, realizaram um estudo do comportamento dos níveis de distribuição de dividendos em 71 companhias abertas brasileiras no período de 1995 a 1998. Os resultados indicaram que as companhias não aumentaram o índice *payout* depois da eliminação da tributação sobre os dividendos. Apesar de muitas companhias não registrarem os JSCP, observaram que sua adoção vem crescendo ao longo dos anos. Constataram também, que, companhias as quais pagaram JSCP apresentaram tendência a um aumento efetivo do valor dos dividendos.

Motivados pelo argumento de que o pagamento de remuneração aos detentores de capitais próprios, na forma de JSCP, pode constituir-se em benefício fiscal, Santos e Salotti (2007) realizaram uma pesquisa empírica que consistiu na aplicação de 388 questionários junto às companhias brasileiras que pagaram JSCP, relativos ao exercício social de 2005. A pesquisa teve por objetivo avaliar o entendimento de seus dirigentes sobre essa forma de remuneração. Os resultados indicaram que a remuneração paga ao acionista na forma de JSCP é afetada positivamente pelas vantagens fiscais oferecidas.

A maioria das empresas que se valeram dos limites legais de dedutibilidade, compensaram os JSCP como dividendos, admitindo ter vantagens fiscais com esse procedimento. As evidências obtidas confirmam que essas empresas têm escolhido essa forma de remuneração motivada, principalmente, pelas vantagens fiscais que conseguem com tal procedimento.

Por meio de uma análise empírica acerca da decisão de distribuição de resultados em 164 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2009 a 2011, Scipelliti (2012) analisou

a escolha entre os dois mecanismos disponíveis no mercado brasileiro, dividendos e JSCP. Em consonância com a teoria, encontraram que a vantagem fiscal proporcionada pelo JSCP, de fato, é relevante para a escolha, visto que a lucratividade e o volume de distribuição de recursos são positivamente relacionados tanto ao benefício fiscal quanto à preferência pelo uso de juros sobre capital próprio. Observou que dentre as empresas que mais pagam JSCP estão empresas com altos lucros acumulados e altos níveis de distribuição de recursos. Por fim, mostrou que o benefício fiscal afeta positivamente a distribuição de JSCP, além de identificar os fatores (lucratividade, boas práticas de governança, e estrutura de controle) que afetam o nível de aproveitamento do benefício fiscal proporcionado pelo uso de JSCP.

Com a finalidade de verificar a relação entre a distribuição de dividendos, impostos e custos de agência, Berzins, Bohren e Stacescu (2014) realizaram uma pesquisa em que foi considerada uma amostra de empresas privadas da Noruega, ao longo do período de 2000 a 2012. A primeira relação, distribuição de dividendos e impostos, mostrou que os impostos têm um forte efeito sobre os dividendos. Essa constatação apoia-se na ideia de um papel mais consistente dos dividendos como mitigador de conflitos, do que como provedor de liquidez.

O segundo resultado é que as preocupações fiscais interagem com as preocupações da agência na política de dividendos, sendo que a distribuição de dividendos diminui com o aumento do imposto e com o aumento de conflitos gerenciais entre os acionistas. Isso, sugere que os acionistas usam dividendos para mitigar conflitos de agência, e que a vantagem do pagamento de impostos reduzidos causados por dividendos mais baixos é ativamente compensada pela desvantagem de custos de agência mais altos.

Por fim, os referidos autores concluíram que a política de dividendos corporativos depende fortemente de impostos e custos de agência, e que esses determinantes interagem entre si, e, que os investidores organizam sua propriedade de maneira a permitir que eles capturem o benefício de agência dos dividendos ao menor custo fiscal possível (BERZINS; BOHREN; STACESCU, 2014).

Com base nos trabalhos realizados por Sousa Neto et al. (2014) e Brasileiro (2014), os mesmos destacam uma tendência na remuneração via distribuição de dividendos ao invés da distribuição por JSCP, apesar do benefício fiscal envolvido.

Ao analisar a obra de Sousa Neto et al. (2014), por sua vez, observa-se que desenvolveram o estudo com o objetivo de analisar e descrever como as maiores empresas de capital aberto do mercado brasileiro distribuíram seus resultados. Os dados foram obtidos no site da B3 e extraídos dos balanços publicados em 2013 relativos ao exercício de 2012. Os resultados observados identificaram uma tendência em se remunerar os acionistas pela

modalidade de dividendos ao invés de JSCP em razão da existência de conflitos de agência e em relação aos efeitos tributários relacionados a cada tipo de acionistas e ressaltam que concomitante à própria legislação tributária, na maioria das empresas da amostra, o controle acionário, era exercido por pessoas jurídicas. Seus resultados apontaram que o benefício fiscal da dedutibilidade afeta positivamente o valor dos JSCP pago aos acionistas.

Nessa mesma perspectiva, o estudo de Brasileiro (2014) teve como principal objetivo identificar o comportamento das empresas brasileiras do setor elétrico em relação ao pagamento ou não de proventos na forma de JSCP. A amostra foi composta por 59 empresas brasileiras de capital aberto pertencente ao setor de energia elétrica, no período entre os anos de 2007 e de 2012. Os principais resultados encontrados foram: empresas estatais deixaram de se utilizar do benefício do pagamento de JSCP em percentual superior ao das demais empresas; empresas mais endividadas pagaram mais JSCP do que as empresas menos endividadas; entre as empresas respondentes, o nível de dívida das empresas parece influenciar a decisão sobre o pagamento de JSCP; as empresas que disseram tomar a decisão sobre pagamento de JSCP antes de dezembro, e que deveriam, em tese, ser mais conservadoras na distribuição de JSCP. Ou seja, distribuíram maior percentual de JSCP do que as que tomam esta decisão antes.

Por outro lado, Gomes, Takamatsu e Machado (2015) buscaram detectar os principais fatores que levaram as empresas a decidir entre distribuir seus resultados na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio, assim, analisaram empresas brasileiras listadas na B3 que distribuíram algum tipo de provento aos seus acionistas no ano de 2012. Os resultados deste estudo apontaram que empresas do setor de construção e transporte tendem a distribuir mais dividendos, e, por outro lado, empresas de alto valor de mercado tendem a priorizar o pagamento de JSCP.

Os resultados do estudo, por sua vez sugerem que, uma vez que o pagamento de juros sobre capital próprio ser mais vantajoso do que os dividendos como forma de distribuição do excesso de caixa aos acionistas, o mercado tende a valorizar as empresas que pagam o JSCP; aumentando dessa forma, o valor de mercado da empresa (*Market to book*). Os resultados também evidenciaram que o benefício fiscal da dedutibilidade afeta positivamente o valor dos JSCP pago aos acionistas, o que fica evidenciado na apuração do seu imposto de renda de pessoa jurídica e da sua contribuição social sobre o lucro líquido.

Corroborando com a pesquisa, por outro lado, Junior e Ponte (2016) investigaram os determinantes da política de dividendos de 105 companhias, sendo 58 brasileiras, listadas na B3 e 47 estadunidenses, listadas na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE). O período investigado abrange os sete exercícios anuais de 2008 a 2014, perfazendo um total de 406

observações para empresas brasileiras e 329 para firmas estadunidenses. Os resultados apontam que as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras, ao passo que as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam a política de distribuição de lucros das firmas estadunidenses. Os resultados da pesquisa aceitaram a hipótese principal do estudo, de que a política de dividendos de cada um dos dois países, pode ser explicada por fatores específicos dos seus respectivos contextos econômicos.

Os estudos apresentados a seguir além de mostrar a relação distribuição JSCP sob a ótica do benefício fiscal, enfatizam os fatores vinculados à tal distribuição. Galvão, Santos e Araújo (2018) investigaram a política de distribuição de dividendos de empresas brasileiras listadas na B3, no período entre 2002 e 2013. Dessa forma, buscaram identificar se as empresas pagaram (ou não) dividendos, e, quando distribuíram, se foi por meio de dividendos e/ou JSCP. Os resultados mostraram que com relação à forma de distribuição, há preferência em adotar apenas os dividendos como forma de remuneração dos investidores ou tê-lo em sua composição. Quanto à avaliação do pagamento de dividendos, observaram inicialmente que, a maioria das empresas da amostra, pagaram dividendos no período considerado.

Entretanto, esse pagamento esteve atrelado à existência do Lucro Líquido Ajustado (LLA), o que refuta a perspectiva de que as empresas manteriam o pagamento de dividendos para evitar insegurança dos investidores e, por conseguinte, uma redução no valor da empresa. Observaram também que a maior parte das empresas remuneraram seus acionistas apenas com dividendos ou tendo-os em sua composição, não adotando os JSCP. Essa certa rejeição aos JSCP pode ocorrer para evitar oneração tributária dos acionistas majoritários, que em sua, grande maioria, tem personalidade jurídica. Assim, na perspectiva dos autores, esse resultado direciona a existência de um conflito de agência, visto que, constataram que, o setor econômico o qual a empresa pertence influencia a política de distribuição de dividendos (GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2018).

Contribuições importantes são trazidas por Chohan (2019), à medida que este examinou o impacto de fatores característicos da empresa na construção da política de dividendos de empresas no Paquistão. Os fatores examinados neste estudo foram lucratividade, fluxo de caixa livre, tamanho da empresa, liquidez, alavancagem financeira, oportunidades de investimento e imposto corporativo. Os dados foram coletados dos relatórios anuais da Bolsa de Valores do Paquistão, no período de 2000 a 2017; e os resultados revelaram que fatores específicos da empresa têm influência significativa na política de dividendos no Paquistão. A rentabilidade da

empresa e do imposto corporativo tem influência positiva, enquanto o tamanho da empresa e as oportunidades de investimento têm impacto negativo no pagamento de dividendos.

Outros estudos como os de Pereira e Petri (2020) objetivaram evidenciar a redução financeira tributária obtida com a utilização dos JSCP na remuneração dos acionistas de empresas do setor de serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos, no período entre 2017 e 2019. Os resultados obtidos indicaram que 67,5% das empresas do setor fazem uso dos juros sobre capital próprio na remuneração dos acionistas. Os referidos autores observaram também que as empresas respeitam os limites de pagamento e dedutibilidade dos JSCP exigido pela legislação tributária. Com isso, as empresas da amostra obtiveram redução financeira tributária, durante o período de análise. Por fim, eles concluíram que, embora não sejam todas as empresas que fazem uso dos juros sobre capital próprio, estes são uma ferramenta muito utilizada que auxilia na redução da carga tributária.

Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), por sua vez, mostram que o benefício fiscal não se relaciona ao patrimônio, ou seja, à dedutibilidade fiscal dos pagamentos de JSCP, no entanto, a governança corporativa afeta as decisões de pagamento das empresas. Os autores observaram que as empresas que se comprometem voluntariamente com a boa governança apresentam uma maior probabilidade de pagar JSCP. Com isso, as empresas que se comprometem voluntariamente com padrões mais elevados de proteção e transparência ao investidor optam pela distribuição de JSCP. Logo, seus resultados sugerem que a governança não afeta apenas a quantidade de caixa que as empresas devolvem aos seus investidores, mas também a composição dos pagamentos, visto que, empresas mais lucrativas e empresas com maiores distribuições de caixa aos acionistas podem se beneficiar mais da dedutibilidade fiscal dos pagamentos de JSCP do que empresas menos lucrativas e empresas com distribuições menores.

Garbin (2020) aponta que as empresas brasileiras não utilizam na totalidade o benefício da dedutibilidade do JSCP conferido pela legislação, mas este uso vem aumentando ao longo do tempo. Tais benefícios conferem uma redução relevante das despesas com impostos e afeta positivamente as companhias que distribuem JSCP. Os resultados de Colombo e Terra (2022) apontam ainda que os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição dos JSCP, além disso no estudo, foi criada uma variável para medir o a razão entre o JSCP distribuído e o máximo permitido por lei, permitindo mensurar com mais precisão o tamanho do benefício fiscal obtido por cada empresa.

Assim, de acordo com os estudos apresentados espera-se que as empresas remunerem seus acionistas com os JSCP, devido à possibilidade de redução da carga tributária tanto dos

acionistas quanto das empresas. Dessa forma, destaca-se a primeira hipótese definida para a presente pesquisa:

H₁: Os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição de JSCP e de Dividendos.

Na sequência apresentam-se as hipóteses acerca das variáveis de Governança Corporativa. Inicialmente, mostra-se a argumentação de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) quando esses referem, que empresas com maior comprometimento voluntário dos padrões mais elevados de proteção e transparência ao investidor, bem como boa governança tem maior probabilidade de pagar JSCP. Nesse sentido a governança corporativa pode, portanto, interferir na decisão da utilização dos benefícios fiscais da dívida e da não dívida, sendo a distribuição dos JSCP, um bom exemplo, de um benefício fiscal da não dívida, que promove entre outras coisas a redução da carga tributária e dos problemas de agência (BOULTON, BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012).

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) por meio de uma amostra de empresas pertencentes a 33 países ao redor do mundo buscaram esclarecer as políticas de dividendos de grandes corporações. Para a construção da pesquisa aproveitaram as diferentes proteções legais, desses países, aos acionistas minoritários, para comparar as políticas de dividendos de empresas; uma vez que os acionistas minoritários enfrentam diferentes riscos de expropriação de sua riqueza por *insiders* corporativos. Os resultados da pesquisa sugerem que a abordagem da agência é altamente relevante para a compreensão das políticas de dividendos corporativos em todo o mundo. Concluíram por sua vez que empresas que operam em países com melhor proteção dos acionistas minoritários pagam dividendos mais altos (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Além disso, nesses países, as empresas de crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas de crescimento lento. Tal constatação vem de encontro com a ideia de que os acionistas legalmente protegidos estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Por outro lado, acionistas mal protegidos parecem receber quaisquer dividendos que possam obter, independentemente das oportunidades de investimento. Essa aparente má alocação de investimentos é, por conseguinte, parte do custo de agência da má proteção legal (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

De acordo com Desai, Dyck e Zingales (2007), as transações que desviam o valor corporativo de acionistas externos também tendem a reduzir os passivos tributários corporativos. Padrões mais elevados de proteção ao investidor e transparência dificultam o

desvio de recursos por parte dos *insiders*, o que pode levar a maiores passivos tributários corporativos e, conseqüentemente, aumentar o valor da dedutibilidade fiscal dos pagamentos de JSCP.

Em complemento, os estudos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Desai, Dyck e Zingales (2007), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) e Hoch (2017) reforçam a visão de que à boa governança aumenta a probabilidade de uma empresa pagar JSCP.

Em contrapartida, Hoch (2017) buscou verificar se as empresas que estão classificadas nos melhores níveis de governança corporativa possuem maior probabilidade de optar pelo pagamento na forma de JSCP, para empresas listadas na B3 no período de 2009 a 2015. Os resultados expressaram a não identificação de uma maior probabilidade de escolha pelo pagamento na forma de JSCP, quando a empresa está classificada em níveis diferenciados (N1, N2 e Novo Mercado); o que indica que as boas práticas de governança corporativa desenvolvidas pelas empresas não as estimulam a realizar a distribuição de JSCP.

Apresenta-se a seguir alguns estudos tendo em vista a construção de hipóteses relativas aos mecanismos de governança expresso na proxy Entrincheiramento que, no presente estudo engloba as variáveis “Dualidade do CEO”, “Turnover do CEO” e “Idade do CEO”.

Com relação à “Dualidade do CEO”, inicialmente, cabe destacar, a argumentação de Fama e Jensen (1983) acerca da separação dos cargos de CEO e presidente, quando referem que a combinação das atividades de gerenciamento e monitoramento é considerada como comprometedora da qualidade da governança corporativa. A separação dos cargos de CEO e presidente é considerada um elemento chave para aumentar a prestação de contas dos conselheiros aos acionistas (BELKHIR; BOUBAKER; DEROUICHE, 2014).

Os estudos de Asamoah (2011) e Arshad et al. (2013) por sua vez encontraram uma relação negativa e significativa entre a dualidade do CEO e a distribuição de dividendos. Revelaram que a dualidade do CEO atua negativamente tanto na decisão de pagar dividendos quanto no valor do dividendo pago. Em complemento a esse pensamento, Malik e Sattar (2018) mostraram que características de governança corporativa influenciam a forma de pagamento de dividendos em empresas listadas na bolsa do Paquistão. Estes autores identificaram que a dualidade do CEO poderia ser considerada como um fator para efetivar o pagamento de dividendos. O estudo mostrou uma relação inversa com a distribuição de dividendos. Os referidos autores argumentam que, ela pode funcionar em benefício da empresa por maximizar a riqueza dos acionistas.

Os resultados da pesquisa de Boshnak (2021) mostram que a decisão de pagar dividendos evidencia uma relação negativa com a dualidade do CEO. Nessa linha, Tahir,

Rahman e Masri (2020) e Nazar (2021) apontam que a dualidade do CEO afeta negativamente a política de pagamento de dividendos.

Por outro lado, os estudos Gill e Obradovich (2012) e de Uwalomwa, Olamide e Francis (2015) documentaram uma relação positiva entre a dualidade do CEO e política de pagamento de dividendos. Nessa mesma linha, Mehdi, Sahut e Teulon (2017) encontrou uma relação positiva acerca da distribuição de dividendos e a dualidade do CEO, tendo como argumentação o fato de que a dualidade em mercados emergentes não é um meio eficiente para explicar o risco de expropriação, por isso os acionistas exigem maiores pagamentos de dividendos para resolver problemas de fluxo de caixa livre.

Outro estudo como o de Tang (2020) mostrou um impacto positivo entre a dualidade do CEO e a política de pagamento de dividendos. Nessa linha, Bhatia (2021) mostrou que o pagamento de dividendos das empresas indianas está positivamente relacionado com a dualidade do CEO. Já, El e Ammari (2021) encontraram tanto, relações positivas quanto negativas com relação à dualidade do CEO e ao pagamento de Dividendos. Assim, descreve-se a seguinte hipótese:

H₂: A Dualidade do CEO afeta negativamente a distribuição de JSCP e de dividendos.

Na visão de Frinch (2005) o entrincheiramento pode ser mais amplo por meio do tempo em que o CEO ocupa o cargo de principal diretor (tenure). O autor argumenta que quanto mais tempo o CEO permanecer no cargo, mais confiança será designada a ele, o que leva a uma relação direta na distribuição de resultados da organização. Ghosh Sirmans (2006) apontam que o pagamento de dividendos tem um impacto positivo sobre o tempo de mandato do CEO. Já, a pesquisa de Mcguinness, Lam e Vieito (2015) resultou em uma forte ligação positiva entre os pagamentos de dividendos e o tempo de mandato do CEO.

Em contrapartida, da maioria das pesquisas, Briano, Li e Peng (2019) mostram que o mandato do CEO tem um efeito negativo consistente e significativo no pagamento de dividendos. Diante desses resultados apresenta-se a seguinte hipótese:

H₃: A Tenure afeta positivamente a distribuição de JSCP e de dividendos.

Com relação à influência da idade do CEO, apresenta-se o estudo de Mcguinness, Lam e Vieito (2015) o qual enfatiza que a idade do CEO tem efeito direto na distribuição de resultados. Dessa forma, os autores apontam que os CEOs mais velhos e mais experientes

desfrutam de segurança no emprego e com isso despertam mais confiança nos demais membros e assim pagam mais dividendos.

A pesquisa de Briano, Li e Peng (2019) por sua vez, desenvolvida em quatro países latino-americanos, mostra que empresas com CEOs familiares mais velhos pagam menos dividendos. Em contrapartida aquelas com CEOs não familiares e mais novos pagam menos dividendos. Ou seja, assim como Battisti (2022) os autores apontam um impacto negativo da idade do CEO sobre a política de pagamento de dividendos. Dessa forma, formula-se a seguinte hipótese:

H4: A Idade do CEO afeta positivamente a distribuição de JSCP e de dividendos.

A seguir apresentam-se estudos voltados à proxy Monitoramento que abarca as variáveis “Tamanho do Conselho” e “Independência do Conselho”, tendo em vista a construção de hipóteses para a presente pesquisa.

Com relação à influência do tamanho do Conselho de Administração Gill e Obradovich (2012) mostraram que a decisão de pagar dividendos relaciona-se positivamente com o tamanho do Conselho. Em complemento, o estudo de Malik e Sattar (2018), evidenciou que a característica de governança corporativa como o tamanho do conselho influenciou positivamente a forma de pagamento de dividendos em empresas listadas na bolsa do Paquistão. Os autores identificaram que o tamanho do conselho de administração é um fator chave na governança corporativa, e argumentaram que quanto maior for o tamanho do conselho, maior será a capacidade da empresa de pagar dividendos mais altos ao seu acionista, fazendo com isso, que a empresa atraia mais investidores.

Para contribuir com a investigação cita-se, Ahmad, Khan e Khan (2019), os quais desenvolveram um estudo com o objetivo de verificar a abrangência do efeito dos determinantes da estrutura societária e da composição do conselho na política de dividendos de empresas Paquistanesas. Os resultados revelaram que o Tamanho do Conselho, Diretores Executivos e Propriedade do Governo são significativamente positivos quando relacionados com a distribuição de dividendos. Os autores constataram também que, a visão de todos os membros do Conselho, exceto dos diretores executivos, é contrária à política de pagamento de dividendos. Isso ocorre em razão de no Paquistão existirem muitas empresas que são gerenciadas no âmbito de seu clã familiar. Com isso, as empresas não têm interesse em implementar as práticas de Governança Corporativa. No entanto, essa situação induz as

empresas a pagarem dividendos para melhorar o interesse na empresa, e para diminuir os conflitos de agência.

Os resultados da pesquisa de Pahi e Yadav (2018) indicam que o tamanho do conselho afetou positivamente a taxa de pagamento de dividendos das empresas. Ahmad, Khan e Khan (2019) também apontam que o Tamanho do Conselho impacta positivamente a decisão de distribuição de dividendos; visto que essa característica é base para o interesse da empresa quando da construção de sua política de pagamento de dividendos.

Tang (2020), por sua vez encontrou que o tamanho do conselho tem relação positiva com a política de dividendos. Já Tahir, Rahman e Masri (2020) apontaram que a relação do tamanho do conselho com a política de pagamento de dividendos é positiva, o que significa que um aumento no tamanho do conselho corporativo afeta positivamente a política de pagamento de dividendos. Nazar (2021) contudo, mostrou uma influência positiva do tamanho do Conselho no índice de distribuição de dividendos. E por fim Bhatia (2021) também mostrou que o tamanho do conselho está positivamente relacionado à tendência de pagar dividendos.

De outro modo, Bhagiawan e Mukhlisin (2020), em sua pesquisa, examinaram o efeito do planejamento tributário no valor da empresa, considerando uma amostra constituída de 266 empresas de manufatura listadas na Bolsa de Valores da Indonésia (IDX), durante o período de 2016 a 2018. Os autores realizaram o estudo sob a ótica da influência moderadora da governança corporativa, incluindo tamanho do conselho, independência do conselho, qualidade da auditoria, diversidade de gênero do conselho e tamanho do comitê de auditoria. Os resultados da pesquisa comprovaram que o planejamento tributário tem um efeito positivo no valor da empresa e esses resultados estão de acordo com as teorias tradicionais. Outros resultados vinculados à diversidade de gênero no conselho de administração e o tamanho do comitê de auditoria enfraquecem a relação entre planejamento tributário e valor da empresa. Em síntese, os autores concluíram que o Tamanho do Conselho tem um efeito negativo (enfraquece) a relação entre o planejamento tributário e o valor da empresa. Diante desses estudos apresentados formula-se a seguinte hipótese:

H5: O Tamanho do Conselho afeta positivamente a distribuição de JSCP e de Dividendos.

Com relação à investigação acerca dos efeitos da separação entre controle e propriedade, os autores Belkhir, Boubaker e Derouiche (2014) realizaram uma pesquisa com empresas francesas de capital aberto acerca do valor das reservas de caixa das empresas e o papel da independência do conselho nessa relação. Os resultados empíricos apoiam o argumento de que

o excesso de caixa contribui menos para o valor da empresa quando os acionistas minoritários são mais propensos a serem expropriados pelos acionistas controladores e os conselhos independentes parecem ser eficazes em mitigar as preocupações dos investidores sobre o uso do excesso de caixa, inclusive acerca da distribuição de dividendos. Uma explicação provável, apontada pelos autores, é a de que os acionistas controladores tendem a reforçar seu entrenchamento contratando mais representantes nos conselhos, permitindo-lhes ter autoridade sobre a gestão, operações estratégicas e agendas de votação. Os resultados encontrados forneceram evidências de que a avaliação do dinheiro em caixa da empresa é amplamente influenciada pela qualidade da governança corporativa em um cenário de propriedade concentrada (BELKHIR; BOUBAKER; DEROUICHE, 2014).

Por outro lado, Armstrong et al. (2015) examinaram o papel da governança nas decisões de planejamento tributário, tendo em vista o debate acerca da governança e tributação. Com isso, verificaram a existência de uma ligação entre as estruturas de governança corporativa das empresas, incluindo contratos de compensação de incentivos dos gerentes e elisão fiscal corporativa. A amostra da pesquisa contou com empresas listadas no banco de dados Compustat, para os anos fiscais de 2007 a 2011. Nos resultados foram encontradas evidências de que a independência financeira do conselho apresenta uma relação positiva (negativa) com a elisão fiscal na cauda esquerda (direita) da distribuição da elisão fiscal; o que conforme os autores são consistentes com a hipótese de que conselhos mais independentes mitigam problemas de agência relacionados a níveis relativamente extremos de agressividade tributária.

Acrescenta-se ainda o estudo de Malik e Sattar (2018), o qual evidenciou que as características de governança corporativa, como a independência do conselho, influenciam a forma de pagamento de dividendos em empresas listadas na bolsa do Paquistão. Com relação à estrutura do conselho, os referidos autores observaram evidências de que a presença de um conselho mais independente em empresas com controle concentrado está associada a menores custos de agência. Dessa forma, os diretores independentes mitigam os custos de agência associados à retenção de caixa, uma vez, que os acionistas controladores entrenchados são menos inclinados a usar reservas excessivas de caixa em atividades privadas, na presença de conselhos de administração eficazes (MALIK; SATTAR, 2018). Outro ponto levantado pelos autores refere-se à presença de conselheiros independentes nos conselhos que se deve basicamente à falta de necessidade ou incentivo para conluio com a administração ou para manterem-se em suas boas graças (MALIK; SATTAR, 2018).

A esse respeito Brickley, Coles e Jarrell (1997) e Bliss (2011) apontam que diante do fato do domínio sobre outros conselheiros do CEO/presidente do conselho, capitalizando conhecimentos específicos e abstando-se de fornecer aos conselheiros as informações necessárias para o desempenho eficaz de suas funções. A dualidade do CEO normalmente coloca em risco a independência do conselho, enfraquecendo assim seu papel disciplinar. Desse modo, os autores observam uma relação inversa entre a distribuição de resultados e a independência do conselho.

Ao dar sequência à pesquisa, traz-se a contribuição de Boshnak (2021) que também examinou o impacto das variáveis de composição do conselho e estrutura de propriedade na política de pagamento de dividendos em empresas da Arábia Saudita durante o período 2016-2019. Os resultados apontam uma relação negativa entre a propensão de pagar dividendos e o grau de independência do conselho. Corroborando com esse resultado Pahi e Yadav (2018) documentam um impacto negativo da independência do Conselho sobre o pagamento de dividendos aos acionistas. Isso pode acontecer porque os conselheiros independentes tendem a proteger os interesses dos acionistas minoritários que atenuam o problema de agência. Em complemento Nazar (2021) também apontou uma relação negativa entre a independência do conselho corporativo e a política de pagamento de dividendos.

Por outro lado, a pesquisa de Uwalomwa, Olamide e Francis (2015) revelou que a independência do conselho teve um efeito positivo significativo nas decisões de pagamento de dividendos das empresas. Bathia (2021) mostrou que a independência do conselho teve um impacto positivo considerável na decisão de pagar dividendos. Diante do exposto formula-se a seguinte hipótese:

H₆: A Independência do Conselho de Administração afeta negativamente a distribuição de JSCP e de Dividendos.

Os estudos apresentados a seguir balizam a construção da hipótese vinculada a Incentivos explícitos ou Compensação.

Adjaoud e Amar (2010) investigaram a relação entre a qualidade da governança corporativa e a política de dividendos no Canadá. Com uma amostra de 714 empresas/ano listadas na Bolsa de Valores de Toronto no período 2002-2005, os referidos autores avaliaram a eficácia dos mecanismos de governança no nível da empresa por meio das subcategorias: composição do conselho, questões acionárias e remuneração do CEO; bem como questões de direitos dos acionistas e política de divulgação de governança corporativa. Os resultados

mostraram que as empresas com governança corporativa mais forte têm pagamentos de dividendos mais altos. E, entre os quatro componentes do índice de governança corporativa, encontraram que a composição do conselho e a política de direitos dos acionistas estão positivamente relacionadas aos índices de pagamento de dividendos.

Nesse mesmo contexto, Armstrong et al. (2015) conforme já mencionado, examinaram o papel da governança nas decisões de planejamento tributário com foco na governança e tributação. De modo geral, os resultados fornecem uma compreensão sutil de como os incentivos gerenciais e certos mecanismos de governança corporativa estão relacionados ao nível de elisão fiscal corporativa e com isso a distribuição de dividendos (ARMSTRONG et al., 2015). Ainda, de acordo com Armstrong et al. (2015) alguns pontos merecem destaque, como a argumentação de que grande parte dos incentivos monetários, da maioria dos CEOs, decorre de mudanças no valor de suas participações acionárias. Com isso, o portfólio de ações de um CEO torna-se sensível às mudanças no preço das ações, promovendo dois efeitos opostos em suas arriscadas decisões de seleção de projetos.

Assim, por um lado, considerando a sensibilidade da riqueza de um CEO ao preço das ações, têm-se que ele os incentiva a assumir riscos que devem gerar um aumento suficiente no preço das ações. Por outro lado, também amplifica o efeito do risco de ações no risco total da carteira do gestor, o que desencoraja os gestores avessos a esse risco de buscar projetos arriscados (ARMSTRONG et al., 2015).

Os estudos Bhattacharyya, Mawani e Morrill (2008) e Souza (2022) mostraram um impacto negativo da variável remuneração do CEO quando relacionada à distribuição de Dividendos. Em contrapartida, Yahya e Farzan (2017) demonstraram um impacto positivo da variável “REM” quando observada a distribuição de Dividendos. Logo, diante da abordagem mencionada, construiu-se a seguinte hipótese:

H7: Os incentivos explícitos afetam positivamente a distribuição de JSCP e de dividendos.

A seguir apresentam-se estudos vinculados a proxy Desvio, tendo em vista a construção da hipótese relativa a essa proxy.

Aldrighi e Mazzer Neto (2007) analisaram a evolução da estrutura de propriedade de capital e de votos das empresas de capital aberto no Brasil no período 1997 a 2002. Os autores buscaram estimar a magnitude dos direitos de voto e de fluxo de caixa do acionista e as fontes da discrepância entre direitos de votos e de fluxo de caixa. Com isso avaliaram a importância relativa da emissão de ações preferenciais sem direito de voto, os acordos de votos, as estruturas

piramidais de propriedade, e a posse cruzada de ações. Os principais resultados da pesquisa mostraram que 55,9% das empresas da amostra apresentam desvios de direitos do último maior acionista superiores a 10 pontos percentuais, em 36,2% das empresas, os desvios são maiores do que 25%, e em 13,2% das empresas os desvios são maiores do que 50%.

Outro resultado, diz respeito às entidades governamentais, que apresentam a maior média de direitos de voto do último maior acionista para o período (86,5%), seguidas dos fundos de investimento (78,0%), e investidores estrangeiros (77,3%), já os Fundos de pensão (65,0%) e famílias (69,1%) ficaram com as menores médias (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007).

Contudo, as médias mais elevadas de desvios de direitos ocorrem nos casos em que o último maior acionista são empresas familiares (25,9%). As indústrias com as maiores médias de desvios de direitos do último maior acionista são: telecomunicações (39,0%), papel e celulose (33,4%), agricultura (31,5%), e petróleo (28,2%). As indústrias com as maiores participações do último maior acionista no capital votante são na ordem: papel e celulose (77,4%), eletricidade, gás e água (77,8%), e bancos (76,3%). Por fim, constataram evidências de que muitas empresas de capital aberto no Brasil buscam a separação entre direitos de votos e direitos de fluxos de caixa.

Colombo e Terra (2012) realizaram um estudo no qual relacionam a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto com a distribuição de juros sobre o capital próprio, no período de 1997 a 2008. Os resultados da pesquisa sugerem que a estrutura de propriedade afeta tanto a propensão quanto o montante distribuído de JSCP. Destacam também, que a presença de investidores institucionais na estrutura de controle, aumenta significativamente a distribuição de proventos em dinheiro por meio de JSCP, e evidenciaram que a relação “uma ação/um voto” está positivamente relacionada com a distribuição de JSCP. E, empresas maiores, mais lucrativas, sujeitas a melhores práticas de governança corporativa e com maiores oportunidades de crescimento tendem a distribuir mais proventos em dinheiro via JSCP, prática esta que aumenta a riqueza dos acionistas.

Com o objetivo de analisar a influência dos impostos e da governança corporativa na política de dividendos das empresas brasileiras, Zagonel, Terra e Pasuch (2018) identificaram mudanças da legislação tributária no Brasil no período 1986-2011 e verificaram seus efeitos nas políticas de dividendos corporativos para ações preferenciais e ordinárias. Os autores verificaram também a probabilidade de as empresas pagarem dividendos sob diferentes regimes tributários. Os resultados da pesquisa sugerem que mudanças na legislação tributária têm influência significativa no pagamento de dividendos. Além disso, as empresas não seguem os índices de pagamento alvo, mas os dividendos são moderadamente dependentes de pagamentos

passados. Os pagamentos de dividendos são afetados diretamente pelos direitos de voto das ações, privatização e dedutibilidade de dividendos. Contudo, mudanças na regulamentação que reduzem os problemas de agência entre os acionistas afetam positivamente os índices de pagamento. Assim, de modo geral, concluíram que a tributação afeta a política de dividendos, e que os problemas de agência são uma questão importante quando se trata de pagamento de dividendos.

Corroborando com a pesquisa, traz-se a contribuição de Granzotto (2020) que analisa a influência que o risco moral do acionista controlador tem sobre a sensibilidade do caixa ao fluxo de caixa das firmas brasileiras restritas e irrestritas ao crédito. A pesquisa abarca empresas listadas na B3 no período entre 1996 e 2017. O autor buscou mensurar o risco moral do acionista controlador conforme o seu desvio acionário, isto é, a fuga da regra ‘uma ação um voto’. De modo geral, os resultados evidenciaram um comportamento distinto entre as firmas irrestritas ao crédito (menores desvios de ações) em relação às firmas restritas (maiores desvios de ações), ou seja, o risco moral do acionista controlador influencia de forma diferente os subgrupos no tocante à sensibilidade do caixa ao fluxo de caixa.

Cabe destacar ainda dois pontos que podem ser um importante entrave microeconômico ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, que seja o amplo escopo legal para procedimentos que separam direitos de votos e de propriedade que é uma das principais dimensões da fragilidade da proteção aos minoritários e da complacência da Lei das S.A. com os privilégios dos controladores (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007) e a existência de mecanismos de aumento de controle como ações de classe dupla que facilita a dominação dos acionistas controladores no conselho, reduzindo sua independência (VILLALONGA; AMIT, 2009). Diante do exposto, apresenta-se a seguinte hipótese:

H₈: O desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa afeta positivamente a distribuição de JSCP e de dividendos.

Com relação à investigação acerca da governança corporativa ser mais efetiva em empresas que pagam JSCP em comparação às que pagam somente dividendos, os autores Yano e Alencar (2010) realizaram um estudo sobre a relação entre a governança corporativa e os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Os resultados da pesquisa sugerem que uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa tem 32% a mais de chance de pagar Juros Sobre Capital Próprio do que as demais.

Forti, Peixoto e Alves (2014) buscaram identificar os fatores que determinam a política de distribuição de proventos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1995 a 2011. Os resultados forneceram evidências de que quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas. Em contrapartida as empresas mais alavancadas, que investem mais em ativo imobilizado, possuem liquidez muito elevada, maior risco e menor conflito entre controladores e minoritários, terão uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas.

Dessa forma, a distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) e de dividendos exerce um papel significativo na governança corporativa. Ainda, de acordo com Forti, Peixoto e Alves (2014) cabe destacar que a eficiência da governança corporativa não se limita unicamente a forma da distribuição dos lucros; ela é igualmente influenciada por uma diversidade de elementos adicionais, tais como a configuração da estrutura de propriedade da organização, a qualidade da gestão e o grau de proteção legal concedido aos acionistas.

Por fim, tendo em vista o contexto das hipóteses apresentadas e o escopo da presente pesquisa apresenta-se a seguinte hipótese:

H₉: A governança é mais efetiva em empresas que pagam JSCP em comparação às que pagam somente dividendos.

Na sequência apresenta-se o Quadro 1 que sintetiza as hipóteses referentes ao modelo teórico da pesquisa, com definição e respectivos autores.

Quadro 1 – Sínteses das hipóteses, com definição e autores

Proxy	Definição	Hipótese	Autores
1) Benefícios Fiscais	Reflete a redução, direta ou indireta, do respectivo ônus tributário, oriundo de lei ou norma específica.	H ₁ : Os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	Santos e Salotti (2007); Scripelliti (2012); Berzins; Bohren e Stacescu (2014); Sousa Neto et al. (2014); Brasileiro (2014); Gomes; Takamatsu e Machado (2015); Viana Junior e Ponte (2016).
2) Entrinchecimento	Expressa a dualidade, tempo de serviço e idade do gestor da empresa.	H ₂ : A Dualidade do CEO afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos. H ₃ : A Tenure afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos. H ₄ : A Idade do CEO afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	Belkhir; Boubaker e Derouiche (2014); Malik e Sattar (2018); Ahmad, Khan e Khan (2019); Bhagiawan e Mukhlisin (2020); Boshnak (2021).
3) Monitoramento	Refere-se ao número de membros presentes no Conselho de Administração e a sua independência.	H ₅ : O Tamanho do Conselho afeta negativamente a distribuição de JSCP e Dividendos. H ₆ : A Independência do Conselho de Administração afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	Belkhir; Boubaker e Derouiche (2014); Malik e Sattar (2018); Ahmad, Khan e Khan (2019); Bhagiawan e Mukhlisin (2020); Boshnak (2021).
4) Incentivos explícitos	Compensação do CEO.	H ₇ : Os incentivos explícitos afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	Armstrong <i>et al</i> (2015); Rego e Wilson (2012).
5) Desvio	Indica a diferença entre o total de ações ordinárias e o total de ações.	H ₈ : O desvio afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	Aldrighi e Mazzer Neto (2007); Colombo e Terra (2012); Zagonel; Terra e Pasuch (2018); Granzotto (2020).
	Indica de que forma a governança impacta na distribuição de JSCP e Dividendos	H ₉ : A governança é mais efetiva em empresas que pagam JSCP em comparação às que pagam somente dividendos	Vuong (1989)

Fonte: Autoria própria.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, descrevem-se os aspectos pertinentes ao método de pesquisa que será utilizado para responder o problema de pesquisa. Conforme Hair et al. (2005), os métodos dizem respeito ao processo da descoberta científica, sendo, portanto, os aspectos metodológicos responsáveis por nortear o enfoque do problema e o caminho das respostas.

Logo, neste capítulo tem-se a descrição do método e os materiais adotados no desenvolvimento da presente pesquisa. Para tanto, o capítulo constitui-se do delineamento da pesquisa, da descrição da população, amostra e forma de coleta dos dados. Na sequência apresenta-se modelo teórico de análise, as variáveis e hipóteses, as técnicas estatísticas utilizadas e pôr fim a formulação matemática do modelo da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTOS DA PESQUISA

A delimitação da pesquisa compreende fundamentos metodológicos. Esse estudo quanto aos objetivos classifica-se como descritivo, que de acordo com Gil (2017), objetiva a descrição das características de determinada população ou fenômeno, com a finalidade de identificar possíveis relações entre as variáveis.

No que tange à abordagem do problema a pesquisa se classifica como quantitativa, que de acordo com Lakatos e Marconi (2017) procura quantificar os dados, por meio de evidência conclusiva baseada em amostras grandes e representativas que geralmente envolvem alguma forma de análise estatística. Em relação aos procedimentos técnicos, classifica-se como documental que conforme Gil (2017) se vale de toda sorte de documentos elaborados com finalidades diversas; tais como assentamento, autorização, comunicação etc.

Em síntese, a presente pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que busca identificar relações entre a variável dependente e as variáveis independentes descritas. Quanto a abordagem do problema caracteriza-se como quantitativa, pois para responder o problema formulado utilizou-se de métodos estatísticos e do modelo econométrico. E, com relação à coleta de dados trata-se de uma pesquisa documental, pois a coleta dos dados foi realizada nas bases de dados, Economática® e Refinitiv Eikon®, além de Formulários de Referência disponíveis no *site* da B3 e outros documentos pertinentes ao escopo da pesquisa.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população da pesquisa constitui-se de todas as empresas com ações listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) no período de 2013 a 2022. Já a amostra da pesquisa foi composta, por 1.292 empresas no período de 2013 a 2022, sendo coletadas 10.579 observações não balanceadas e com *gaps*. Foram excluídas da amostra, as empresas do setor de finanças, devido às suas características próprias de intermediários financeiros, conforme Zani et al. (2014) e as empresas que apresentaram um Q de Tobin >10 e <0 , conforme descrito por Almeida, Campelo e Galvão Jr. (2010) e Frank e Sonza (2021), reduzindo para 3.282 o número de observações.

Dentro da janela temporal escolhida entre 2013 e 2022 ocorreram crises econômicas e uma pandemia. Ressalta-se, a recessão da economia brasileira no período de 2014 a 2016 conforme apontada por Colombo e Lazzari (2018) e mais recentemente a Covid19 no período de 2020 a 2021. Além disso, tem-se a adoção de um período de tempo consoante com as técnicas estatísticas que serão utilizadas.

A coleta dos dados relativos às variáveis dependentes e independentes foi realizada através da busca nos Formulários de Referência disponíveis no *site* da B3, além do acesso as bases de dados *Refinitiv Eikon*® onde foram coletados os dados das variáveis de governança e os demais dados foram coletados na base de dados *Economática*®

Com relação a descrição das variáveis dependentes, variáveis independentes de governança e de controle, as mesmas encontram-se dispostas nos quadros 2, 3 e 4 que evidenciam todas as variáveis utilizadas na pesquisa.

Ressalta-se aqui, que para limitar a influência indesejada de *outliers* efetuou-se a winsorização de todas as variáveis contínuas neste estudo ao nível de 1%.

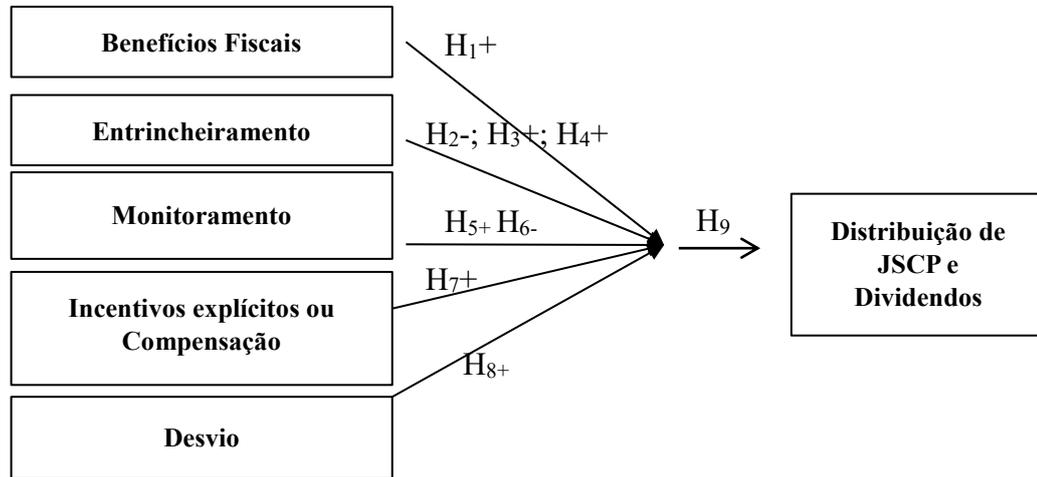
3.3 MODELO TEÓRICO DE ANÁLISE

Diante deste cenário, remete-se ao escopo da presente pesquisa, qual seja, análise do impacto da governança corporativa nos juros sobre o capital próprio e dividendos de empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2013 a 2022.

Com isso, por meio da Figura 1 mostra-se o *design* da modelagem teórica, com o intuito de elucidar o impacto de variáveis associadas à Governança Corporativa com a distribuição de JSCP e Dividendos; tendo em vista a compreensão das exigências legais, aspectos societários e práticas de governança corporativa relacionadas à distribuição dos resultados.

Na sequência apresenta-se a Figura 1, que mostra o design do Modelo Teórico de Análise.

Figura 1 – Modelo Teórico de Análise



Fonte: Autoria própria.

Diante da Figura 1, observa-se que a proxy benefício fiscal denota um impacto positivo na distribuição de JSCP e Dividendos (H_{1+}). A proxy entincheiramento indica que gestores mais entincheirados pagam mais JSCP, quando consideradas as hipóteses H_{3+} e H_{4+} ; e quando considerada H_{2-} quanto menos entincheirados os gestores, maior será o pagamento de JSCP e Dividendos.

As hipóteses H_{5+} e H_{6-} referentes à proxy Monitoramento, denotam um impacto positivo na distribuição dos JSCP e Dividendos (H_{5+}), e um impacto negativo sob o ponto de vista de H_{6-} . A hipótese H_{7+} referente à proxy compensação do CEO, indica que executivos com mais incentivos explícitos pagam mais JSCP e Dividendos. Já a hipótese H_{8+} indica que quanto maior o desvio entre os direitos de voto e dos direitos referentes ao fluxo de caixa maior será a distribuição de JSCP e de Dividendos. Por fim, a hipótese H_9 envolve uma análise de verificação se a governança é mais efetiva em empresas que pagam JSCP em comparação com as que pagam somente dividendos.

3.4 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Para atender o arcabouço teórico da pesquisa, elenca-se como variável dependente adotada no estudo a variável “distribuição de juros sobre capital próprios” (JSCP) e “distribuição de Dividendos” (DIV), cujas formulações matemáticas estão expressas no Quadro 2.

Cabe destacar os autores (COLOMBO; TERRA, 2022; LOPES; DIAS FILHO; ABREU, 2018; PEREIRA; PETRI, 2020; RAMOS et al., 2015; SAVARIZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2017) que utilizaram os JSCP como variável dependente. Já, outros autores (BOSHNAK, 2021; DEWASIRI et al., 2019; MALIK; SATTAR, 2018; MULYANI; SINGH; MISHRA, 2016) usaram Dividendos como variável dependente. Também, autores como Futema, Basso e Kaio (2009) e Paiva (2016) adotaram as duas variáveis dependentes. O Quadro 2 mostra a formulação matemática das variáveis dependentes.

Quadro 2 – Definição das variáveis JSCP (Juros s/capital próprio) e DIV(Dividendos)

Variável JSCP	Variável Dividendos
$JSCP = \frac{JScp}{DivJScp}$	$DIV = \frac{Div}{DIVJScp}$

Nota: $JScp$ = total de juros sobre capital próprio; DIV = Total de dividendos distribuído no período.

$DivJScp$ = Total da adição de Dividendos Juros sobre capital próprio;

Fonte: Autoria própria.

Tendo em vista o objetivo de avaliar a proporcionalidade da distribuição de JSCP sobre a distribuição total de dividendos e juros sobre o capital próprio, utilizou-se a variável Dividendos “ DIV ” a qual foi calculada mediante a formulação exposta no Quadro 2.

Como variáveis explicativas são assumidas, as variáveis que compõe as *proxies* “Benefício Fiscal”, “Enrincheiramento”, “Monitoramento”, “Incentivos explícitos ou Compensação” e “Desvio” as quais são associadas à Governança Corporativa. O Quadro 3 apresenta as variáveis independentes utilizadas na pesquisa associadas à Governança Corporativa.

Quadro 3 – Variáveis independentes associadas à Governança Corporativa

Proxy	Variáveis	Definição	Medida	Autores	Jscp	Div
1) Benefícios Fiscais	Benefício Fiscal (BF)	Reflete a redução ou eliminação, direta ou indireta, do respectivo ônus tributário, oriundo de lei ou norma específica.	$BF = \frac{(DCP + DLP) \times TJ \times AI}{AT}$	Santos e Salotti (2007); Scripelliti (2012); Berzins, Bohren e Stacescu (2014); Sousa Neto et al. (2014); Brasileiro (2014); Gomes; Takamatsu e Machado (2015); Viana Junior e Ponte (2016); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012).	+	
2) Entrincheiramento	Dualidade do CEO (DUCEO)	Mostra se o CEO é o presidente do Conselho de Administração.	1 = CEO presidente CA; 0 = Caso contrário.	Malik e Sattar (2018); Boshnak (2021); Asamoah (2011) e Arshad et al. (2013); Mehdi, Sahut e Teulon (2017);		- +
	Idade CEO (LIE).	Indica a idade do CEO dada em anos.	$LIE = \ln(0,01 + AGE)$	Mcguinness, Lam e Vieito (2015); Battisti (2022)		+ -
	Tenure do CEO (LTEN)	Indica o tempo que o CEO ocupa o cargo de diretor.	$LTEN = \ln(0,01 + Tenure)$	Sharma (2011); Mcguinness, Lam e Vieito (2015); Briano, Li e Peng (2019)		+ -
3) Monitoramento	Tamanho do Conselho (LNC)	Indica o número total de membros no Conselho de Administração (CA)	$LNC = \ln(0,01 + BoardSize)$	Malik e Sattar (2018); Boshnak (2021); Gill e Obradovich (2012); Malik e Sattar (2018); Pahi e Yadav (2018)		+
	Independência do Conselho (IC)	Relação entre o nº membros independentes e o tamanho do C A.	$ICA = \frac{NMI}{100}$	Boshnak (2021); Nazar (2021); Uwalomwa, Olamide e Francis (2015); Bathia (2021)		- +
4) Incentivos	Remuneração do CEO (REM).	Valor total da remuneração dos CEOs.	$REM = \ln\left(\frac{\text{Remuneração}}{1000}\right)$	Armstrong et al. (2015); Rego e Wilson (2012); Bhattacharyya, Mawani e Morrill (2008); Souza (2022); Yahya e Farzan (2017)		+ -
5) Desvio	Desvio (DAP)	O desvio é a diferença entre o direito de voto e o direito de fluxo de caixa	$DAP = \frac{APC - APT}{100}$ Onde:	Aldrighi e Mazzer Neto (2007); Colombo e Terra (2012); Zagonel; Terra e Pasuch (2018); Granzotto (2020).		+

Nota: Benefício Fiscal (BF) = DCP= Dívida de curto prazo, DLP= Dívida de longo prazo, TJ= Taxa de juros AI=Alíquota de impostos, AT=Logaritmo natural do Ativo total; Dualidade do CEO (DUCEO)= 1 =presidente do CA ou 0 = Caso contrário; Idade CEO (LIE)= Logaritmo natural da idade(Age) do CEO; Tenure do CEO (LTEN)= Logaritmo natural do tempo mandato; Tamanho do Conselho (LNC)= Board Size- número de membros do conselho de administração-Logaritmo natural; Independência do Conselho (ICA)= NMI-número de membros independentes do Conselho de Administração/100; Remuneração do CEO (REM)= Logaritmo natural do valor remuneratório do CEO; Desvio (DAP)= APC-corresponde aos direitos de controle do acionista majoritário principal (percentagens de direito de voto) menos APT- direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário principal (percentagens de direitos de fluxo de caixa)/100.

Fonte: Autoria própria.

Na sequência apresentam-se as variáveis de controle utilizadas. O Quadro 4 apresenta tais variáveis com suas respectivas definições, medida, autores e sinal.

Quadro 4 – Variáveis de controles da pesquisa

Variável	Definição	Medida	Autores	Jsep	Div
Rentabilidade: Retorno sobre os ativos (ROA)	Indica capacidade que a empresa tem de gerar lucros a partir de seus ativos.	$ROA = \frac{Ebit}{AT}$	Al-Kuwari (2009); Fonteles et al. (2012), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), Forti, Peixoto e Alves (2014), Paiva (2016) e Chohan et al. (2019), Liu e Chen (2014); Tahir, Rahmam e Masri (2020)		+ -
Mercado: <i>Q de Tobin (Q)</i>	Valor mercado de empresa, tido o custo reposição capital.	$Q = \frac{VM + (PC - AC + EST + DLP)}{AT}$	Al-Kuwari (2009), Fonteles et al. (2012), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), Forti, Peixoto e Alves (2014), Reyna (2017).		+
Alavancagem (AL)	Nível de risco de uma empresa, relaciona capital de terceiros e próprio	$AL = \frac{DCP + DLP}{PL}$	Ali (2022); Zani e Ness Jr (2001) e o estudo de Aivazian, Booth e Cleary (2003).	+	+
Liquidez: Liquidez (LC)	Indica o nível de liquidez de uma empresa em relação ao Ativo Total.	$LC = \frac{Caixa}{AT}$	Al-Kuwari (2009), Fonteles et al. (2012), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), Forti, Peixoto e Alves (2014), Paiva (2016) e Chohan et al. (2019)		+
Capex (CAPEXA)	Fluxo de caixa utilizado em investimentos nas empresas.	$CAPEX = \frac{\Delta Ativo Imob + Depreciação}{AT}$	Amidu e Abor (2006); Aivazian, Booth e Cleary (2003); Ahmed e Javid (2008); Anil e Kapoor (2008)		+
Tangibilidade do Ativo (TAGAT)	São fatores determinantes da estrutura de capital de uma empresa.	$TAGAT = \frac{Imobi}{AT}$	Amidu e Abor (2006); Aivazian, Booth e Cleary (2003); Ahmed e Javid (2008); Anil e Kapoor (2008)		+
Setor de Atividade (SAT)	Será utilizada a classificação setorial da B3. .	total de 12 setores da B3.	Brasileiro (2014); Gomes; Takamatsu e Machado (2015); Galvão; Santos e Araújo (2018)		
Tempo (ANO)	Variáveis Dummy, captam o efeito tempo.	Onde: 1 indica empresa pertence ao ano do dado gerado e 0 caso contrário.	-		

Nota: Retorno sobre os ativos (ROA)= EBIT (Lucro Líquido + Juros + Impostos)/ AT= Ativo Total; Q de Tobin (Q)= VM (Valor de Mercado)+(PC= Passivo Circulante-AC= Ativo Circulante +EST=Estoque +DLP= Dívida de Longo Prazo)/AT=Ativo Total; Alavancagem(AL)=DCP(Dívida Curto Prazo)+DLP(Dívida Longo Prazo)/PL(Patrimônio Líquido); Liquidez (LC)=Caixa/Ativo Total; Capex (CAPEXA)= Ativo Imob+Deprec/AT(Ativo Total); Tangibilidade do Ativo (TAGAT)=Imobi(Ativo Imobilizado)/AT(Ativo Total); Setor de Atividade (SAT)=setores da B3(Materiais Básicos; Consumo Cíclico; Consumo não Cíclico;

Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Bens Industriais; Tecnologia da Informação; Comunicações; Financeiro; Setor Inicial; Utilidade Pública); Tempo (ANO)= se a empresa pertence ao ano do dado gerado.
Fonte: Autoria própria.

Salienta-se que as variáveis explicativas foram escolhidas de forma a atender o escopo da pesquisa e de acordo com a literatura consultada.

A variável previsora “BF” abarca o benefício fiscal da distribuição de JSCP. Logo, quanto mais expressivo for o valor de outros benefícios menos atrativos serão os juros sobre capital (BOULTON; BRAGA; SHASTRI, 2012). Em complemento, os estudos de Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) e Chohan et al. (2019), ressaltam que empresas que auferem benefícios fiscais não patrimoniais elevados tendem a ter benefícios menores ou até mesmo nulos, no pagamento de JSCP.

Quando considerada a variável Dividendos (dependente), destaca-se a argumentação de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) que documentam os resultados acerca da tendência em se remunerar os acionistas pela modalidade de dividendos ao invés de JSCP, e apontam que a razão disso é a existência de conflitos de agência e da relação dos efeitos tributários relacionados a cada tipo de acionistas.

Com relação aos “Incentivos explícitos ou Compensação”, Chemmanur, Chengb e Zhang (2013) apontam que a governança corporativa pode desempenhar um papel na remuneração do CEO; além de ser importante na determinação da remuneração média dos funcionários, manifestando-se na forma de distribuição dos seus resultados. Bhattacharyya, Mawani e Morrill (2008) analisaram a associação entre a remuneração dos gestores (CEOs) e o índice de payout de empresas americanas. Os referidos autores encontraram uma relação significativa e negativa, entre os bônus e outras formas de recompensa dos executivos com o pagamento de dividendos. Uma possível explicação apontada pelos autores foi de que os bons executivos, quando bem recompensados, possuem bons projetos de investimento preferindo o não pagamento de dividendos.

Ali (2022) examinou como a pandemia do COVID-19, afetou a política de distribuição de dividendos. Para tanto, utilizou uma amostra de 8.889 empresas listadas nos países do G-12, os resultados mostram que, embora a proporção de cortes e omissões de dividendos foi significativamente maior durante a pandemia, a maioria das empresas pôde manter ou aumentar a distribuição de dividendos. Os resultados da regressão Logit revelaram que a lucratividade da empresa, as perspectivas de ganhos, o tamanho e a alavancagem se mostraram importantes determinantes das decisões de política de dividendos durante a pandemia.

O “Monitoramento” trata-se de uma proxy de governança corporativa. Desse modo, remete-se ao cerne principal do escopo da presente pesquisa, os conflitos de interesses entre proprietários e gestores, conforme mostrado na revisão teórica, ou seja, relaciona-se à discussão acerca da separação entre propriedade e gestão (BOSSE; PHILLIPS, 2016; JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, os mecanismos de controle e monitoramento que buscam auxiliar na resolução de conflitos entre credores, acionistas minoritários, controladores e gestores dependem de procedimentos de Governança Corporativa (CORREIA; LUCENA, 2021). A proxy monitoramento abarca as variáveis tamanho e independência do conselho. Autores como Malik e Sattar (2018), Boshnak (2021) utilizaram-se das relações dessas variáveis com a distribuição de resultados (JSCP e Dividendos).

Com relação à variável “Desvio” cita-se Konraht, Camargo e Vicente (2016) os quais apontam que o excesso do controle acionário ocorre quando as ações com direito a voto são, proporcionalmente superiores, às suas ações com direito à participação nos fluxos de caixa. Ou seja, mostra a diferença entre a proporção de ações com direito a voto e a proporção total de ações de posse do acionista majoritário (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016). Estudos como os de Aldrighi e Mazzer Neto (2007), e, Colombo e Terra (2012) utilizaram esta variável tendo em vista, respectivamente, a avaliação do seu impacto na distribuição de dividendos e JSCP.

As variáveis de controle acrescidas: “ROA”, “Alavancagem”, “Liquidez”, “Capex”, “Tangibilidade do ativo”, “Anos” e “Setor de atividade” corroboram como fatores de decisão acerca da distribuição de resultados. Com a inclusão dessas variáveis pretende-se explorar as questões específicas das empresas tendo em vista a sua relação com as variáveis dependentes JSCP e Dividendos. Estudos de Al-Kuwari (2009), Fonteles et al. (2012), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), Forti, Peixoto e Alves (2014), Paiva (2016) e Chohan et al. (2019) comprovaram a influência das variáveis de rentabilidade, de mercado e de liquidez na distribuição de resultados constatando a influência positiva no pagamento de Dividendos.

As variáveis “Capex”, “Tangibilidade do ativo” foram por sua vez abordadas nos estudos de Amidu e Abor (2006). Aivazian, Booth e Cleary (2003), Ahmed e Javid (2008) e Anil e Kapoor (2008), os quais averiguaram a associação dessas variáveis com a distribuição de dividendos. A inclusão da variável “Alavancagem” deve-se aos estudos de Zani e Ness Jr. (2001) e Aivazian, Booth e Cleary (2003), os quais argumentaram que quanto mais alavancada for uma empresa, maiores serão suas despesas financeiras. Nessa linha como o pagamento de JSCP é considerado contabilmente como uma despesa, justifica-se por questões fiscais, que as empresas mais alavancadas já absorvam boa parte do benefício fiscal do pagamento de juros

com as suas dívidas. O que levaria a uma propensão muito pequena de pagar JSCP considerando a redução da base tributária.

3.5 TÉCNICAS E MODELOS ESTATÍSTICOS

Para responder à questão de pesquisa e atingir os objetivos propostos aplicou-se como principal técnica estatística a análise de regressão OLS com dados em painel, que, de acordo com Fávero (2017, p. 764), é uma técnica que “possibilita ao pesquisador o estudo das diferenças existentes em determinado fenômeno entre indivíduos em cada *cross-section*, além de permitir a análise da evolução temporal deste mesmo fenômeno para cada indivíduo”.

Em complemento, para Marques (2000) os modelos longitudinais de regressão evidenciam uma maior variabilidade dos dados, devido à inclusão da dimensão em *cross-section*, enquanto a inclusão da dimensão temporal confere uma maior quantidade de informações. Com isso, a técnica contribui para obtenção de uma menor multicolinearidade entre as variáveis independentes, um maior número de graus de liberdade e uma maior eficiência quando da estimação dos parâmetros (KLEVMARKEN, 1989). Além disso, os dados em painel têm a capacidade de capturar os efeitos especiais que não são óbvios em dados de corte transversal ou de séries temporais (BALTAGI, 2008).

Assim, para se avaliar o impacto da governança corporativa na distribuição dos JSCP nos diferentes comportamentos das empresas presentes na B3, utilizou-se a técnica de regressão de dados em painel. Técnica esta, que também foi utilizada nos estudos de Hafsi e Turgut (2013), Chohan (2019) e Anssari e Sabti (2022).

Com isso, pretende-se analisar a variável dependente “distribuição de JSCP” que varia entre empresas e ao longo do tempo, em função das variáveis de “benefícios fiscais”, “monitoramento”, “entrincheiramento”, “incentivos explícitos ou compensação”, “desvio”, e as variáveis de controle listadas, que também variam para cada indivíduo do conjunto de dados e ao longo do tempo.

Cabe destacar que foram utilizadas as estimações Pooled e Efeitos Aleatórios. A estimação Pooled trata-se de um método estatístico menos sensível a valores extremos nos dados; ao passo que a estimação por EA assume os efeitos das variáveis independentes que variam aleatoriamente entre as unidades de análise (FAVERO, 2017).

Com relação à escolha entre as estimações efeito fixo e aleatório seguem-se as orientações de Fávero (2017) quando menciona que se o pesquisador tiver alguma razão para acreditar que as diferenças existentes entre indivíduos influenciam, consideravelmente, o

comportamento da variável dependente; então, se pode suspeitar que o modelo estimado por efeitos aleatórios é o mais adequado do que o estimado por efeitos fixos. Assim, a presente pesquisa insere-se nessa interpretação.

Em síntese, para análise dos dados aplicou-se neste estudo três tipos de análises: univariada, bivariada e multivariada.

A análise univariada foi realizada com o intuito de possibilitar a descrição do comportamento da variável dependente, independentes e de controles. Para tanto, empregou-se a estatística descritiva com cálculo de média, desvio-padrão, mínimo e máximo. Já a análise bivariada reporta-se à análise da correlação entre as variáveis e para tanto foi utilizada a Correlação de Pearson; tendo em vista a identificação de possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Por fim, a análise multivariada se efetiva por meio da análise de regressão com dados em painel sendo que para a realização da operacionalização dos dados será utilizado o software econométrico Stata® versão 14.

Com relação à principal técnica estatística aplicada, regressão com dados em painel com estimação OLS foram realizados testes de diagnóstico de painel, e após a avaliação destes, decidiu-se pelo tipo de painel aplicado. Contudo, foram utilizados o Teste F, decisão entre tipo Pooled e Efeitos Fixos, Teste LM de Breusch-Pagan entre Pooled e Efeitos Aleatórios e o Teste Hausman para a decisão entre os tipos Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos.

De acordo com Fávero (2017), o Teste LM de Breusch-Pagan faz a análise entre OLS Agrupado e Efeitos Aleatórios, e a rejeição da hipótese nula, significa que o modelo de Efeitos Aleatórios é o mais adequado. Já, a rejeição da hipótese nula do Teste de Hausman direciona a escolha para o modelo de Efeitos Fixos.

Além disso, foram realizados os testes de pressupostos básicos da análise de regressão:

- (i) Grau de multicolinearidade: foi aplicado o Teste Fator de Inflacionamento da Variância (VIF), com o intuito de verificar se as variáveis explanatórias são altamente correlacionadas ($VIF > 5$);
- (ii) Ausência de Autocorrelação: aplicado o Teste de Woodridge, de modo a verificar se os termos de erros incluídos têm correlação serial;
- (iii) Heterocedasticidade dos resíduos: aplicado o teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg. Entretanto para painéis foi utilizado o teste Wald, modificado para testar a heterocedasticidade de grupo. O primeiro tem como hipótese nula variância constante e o segundo variância constante para os resíduos de todos os indivíduos.
- (iv) Normalidade: aplicação do Teste de Shapiro-Wilk e Doornik-Hansen para verificar se os dados possuem distribuição normal;

- (vi) Matriz de covariância: trata-se de um teste multivariado de análise da diagonal da matriz de covariâncias, onde testa a hipótese de que a matriz de covariância é diagonal, ou seja, as variáveis são independentes, abarcando um teste de razão de verossimilhança com correção de Bartlett de primeira ordem (BOX, 1949, 1950).
- (vi) Testes de Endogenia: aplicação do Teste de Durbin-Wu-Hausman para verificação da endogenia dos regressores. De acordo com Davidson e MacKinnon (1993), esse teste é utilizado para verificar se dois estimadores são consistentes e, se forem, qual deles é mais eficiente. Esse teste é comumente usado em econometria para verificar a presença de endogenia em um modelo de regressão. A hipótese nula do teste de Durbin-Wu-Hausman é quando a diferença entre os dois estimadores é estatisticamente insignificante, ou seja, os estimadores são consistentes. Se a hipótese nula for rejeitada, isso indica que há uma diferença estatisticamente significativa entre os dois estimadores, o que sugere que um deles é inconsistente.

Por fim, tendo em vista a verificação da consistência de uma diferença significativa entre os modelos gerados com as variáveis dependentes JSCP e Dividendos aplicou-se o Teste de Vuong para avaliar a influência das variáveis de governança sobre as variáveis dependentes.

O Teste de Vuong trata-se de uma abordagem clássica para a seleção de modelos. De acordo com Vuong (1989), o teste utiliza o critério de informação de Kullback-Leibler para medir a proximidade de um modelo com o verdadeiro. A avaliação do teste baseia-se na razão de verossimilhança para testar a hipótese nula de que os modelos concorrentes estão igualmente próximos do verdadeiro processo de geração de dados contra a hipótese alternativa de que um dos modelos está mais perto.

O modelo geral da presente pesquisa está apresentado na Equação (1).

$$\hat{J}_{it} = \widehat{DIV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 X_{6it} + \beta_7 X_{7it} + \beta_8 X_{8it} + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Onde:

$\hat{J}_{it} = JSCP_{it}$ = Distribuição de Juros sobre Capital Próprio variando para cada uma das firmas i no tempo t . Com $i \in \{1, 2, \dots, n\}$; $t \in \{2013, \dots, 2022\}$ – varia entre indivíduos e ao longo do Tempo ou \widehat{DIV}_{it} = Distribuição de Dividendos; β_0 = representa o intercepto para cada indivíduo; β_1 = parâmetro da variável Benefício Fiscal; β_2 = parâmetro da variável Entrincheiramento, com a inclusão das variáveis: DUCEO, ICEO e TCEO; β_3 = parâmetro da variável Incentivos

explícitos ou Compensação; β_4 = parâmetro da variável Monitoramento, com a inclusão das variáveis: TCA, ICA; β_5 = parâmetro da variável Desvio; β_6 = parâmetro da variável de Controle; β_7 = parâmetro da variável Setor de atuação da firma; β_8 = parâmetro da variável Ano de atuação da firma e ε_{it} = Erro idiossincrático do modelo (refere-se aos fatores que oscilam ao longo do tempo, mas que não são observados).

3.6 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

As principais limitações desta pesquisa estão associadas à coleta de dados no que se refere à quantidade de observações disponíveis nas bases de dados no período abrangido entre 2013 e 2022; a comparação com outras publicações com o mesmo viés de pesquisa, visto que as publicações existentes são incipientes e/ou antigas, o que dificultou a comparação de resultados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados, com suas respectivas análises, obtidos por meio da aplicação dos conceitos e métricas discutidos nos capítulos de revisão teórica e metodologia. O capítulo inicia com a apresentação da Estatística Descritiva com a descrição do comportamento das variáveis quantitativas. Na sequência apresentam-se os resultados acerca da Correlação entre as variáveis. Por fim, são mostrados os resultados provenientes da realização da Análise de Regressão com Dados em Painel.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Inicialmente, descreve-se a amostra da pesquisa, apresentando as frequências relativas aos segmentos setoriais da B3 e sua distribuição no período temporal analisado. Na sequência são descritos os dados das variáveis dependentes (JSCP e Dividendos).

A amostra inicial da pesquisa continha um total de 10.579 observações. Foram considerados dois critérios de exclusão para a construção da amostra final: foram excluídas as empresas do setor financeiro e as que apresentaram um valor do Q de Tobin menor do zero e maior do que 10 conforme descrito em Almeida, Campelo e Galvão Jr. (2010) e Frank e Souza (2021), com isso a amostra final foi de 3.282 observações.

Ao ser realizada a distribuição de frequência da amostra por setor de atividade, de acordo com a classificação setorial da B3, o setor de maior concentração de empresas foi o segmento “outros”; que abarcou o total percentual de 22%, ao passo que a menor concentração foi o setor “Petróleo, Gás e Biocombustíveis”.

Com relação ao período temporal, os anos de 2021 e 2022 foram os que apresentaram um maior número de empresas, com 12,0% em cada um dos anos. Ao passo que os anos de 2013 e 2014 apresentaram o menor número de empresas na amostra com 7,0% cada.

Na sequência apresenta-se a Tabela 2 que contempla os resultados da estatística descritiva acerca das variáveis dependentes da pesquisa.

Tabela 2 – Medidas de tendência central, assimetria e curtose – JSCP e DIV (após winsorização de 1%)

Estatísticas	$\frac{jscp}{Divjscp}$	$\frac{div}{Divjscp}$	$\frac{jscp}{Ativo Total}$	$\frac{div}{Ativo Total}$	$\frac{Divjscp}{Ativo Total}$
Média	0,0138	0,0321	0,0001	0,0004	0,0004
Desvio Padrão	0,0837	0,1566	0,0027	0,0071	0,0090
Variância	0,0070	0,0245	0,0000	0,0000	0,0000
Assimetria	6,6269	5,1039	44,6092	24,2525	25,6993
Curtose	48,1845	28,5899	1993,031	619,8833	700,3987
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Máximo	0,8081	1,0000	0,1212	0,2051	0,2717

Nota: jscp=Juros sobre capital próprio, div= Dividendos, Divjscp= Juros sobre capital próprio +Dividendos
Fonte: Dados da pesquisa.

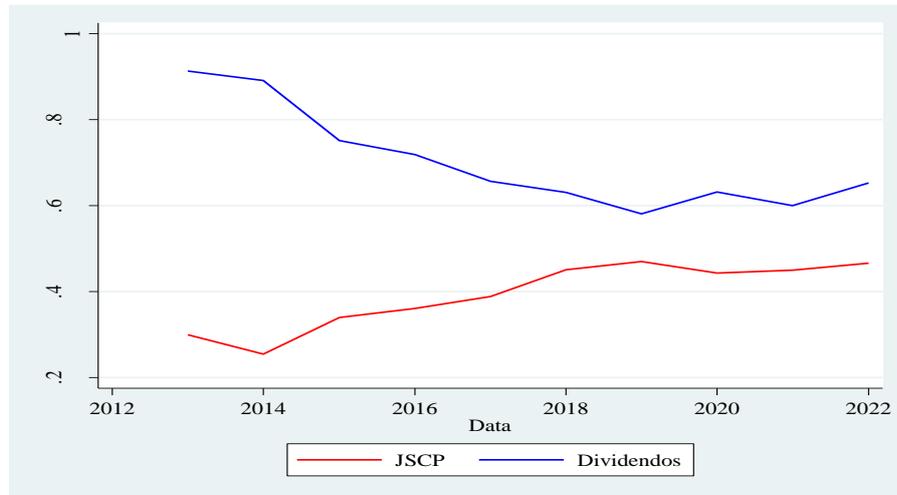
A Tabela 2 evidencia valores médios muito próximos, sendo que a variável $\frac{div}{Divjscp}$ apresentou maior média (0,0321) ao passo que a variável $\frac{jscp}{Ativo Total}$ apresentou a menor média. A análise do desvio padrão também denota valores muito próximos para as variáveis listadas na Tabela 2. Sendo a variável $\frac{jscp}{Divjscp}$ a que apresentou o maior desvio padrão (0,0837) e a variável $\frac{jscp}{Ativo Total}$ apresentou o menor desvio padrão.

Com relação às medidas de forma (simetria e curtose); observa-se que todas as variáveis apresentam um valor de assimetria maior que zero, o que indica uma distribuição assimétrica positiva (à direita). O coeficiente de curtose para todas as variáveis denota uma distribuição com curva muito alongada do tipo leptocúrtica, quando uma distribuição tem um pico mais alto e caudas mais pesadas do que a distribuição normal, indicando um grau mais acentuado para a variável $\frac{Divjscp}{Ativo Total}$.

Cabe destacar que o coeficiente de assimetria no *software* Stata®. é calculado a partir do segundo e do terceiro momento em torno da média, conforme apresentado por Cox (2010). Já o coeficiente de curtose, no *software* Stata®. é calculado a partir do segundo e do quarto momento em torno da média, segundo apresentado por Bock (1985) e Cox (2010).

A Figura 2 apresenta um comparativo entre as variáveis “JSCP” e “Dividendos” expressando a mediana em função do tempo.

Figura 2 – Comparativo das variáveis “JSCP” e “Dividendos”



Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 2 mostra que ambas as linhas se inserem no intervalo [2013, 2022] e nesse intervalo a variável “JSCP” gira em torno de uma mediana de valor 0,4, sendo que aproximadamente, em 2017 ela atinge esse valor, e, abaixo de 2017, aponta para um valor mediano de 0,3 e, acima de 2017 o valor mediano aumenta tendendo a uma estabilidade no período de (2020, 2022). A variável “DIV” (dividendos), apresenta, no intervalo de (2013, 2019), um valor mediano decrescente, atingindo em 2019, um ponto de mínimo com valor mediano abaixo de 6. No intervalo de (2019, 2020) a linha mostra decréscimo do valor mediano ao passo que no intervalo de (2021, 2022) o valor mediano tende ao crescimento.

Em síntese, observa-se que no início do período considerado, as empresas pagavam muito mais dividendos do que “JSCP”, porém, com o passar dos anos a amplitude dessa diferença diminuiu. Verifica também, que, em 2019 ocorreu o menor valor de pagamentos de dividendos, em contrapartida, o ano de 2019 colidiu com o pico do pagamento de “JSCP”. No período de (2019, 2020) houve um aumento no pagamento de dividendos, porém ocorreu uma queda na distribuição de JSCP. No período de (2020, 2022) praticamente aconteceu uma estabilidade na distribuição de JSCP; no entanto em relação aos dividendos houve uma oscilação no período, ocorrendo uma queda em 2021 e após um aumento progressivo até 2022.

A seguir apresenta-se a análise univariada das variáveis independentes, utilizadas na pesquisa, com o intuito de possibilitar a visão por meio da apresentação da média, desvio-padrão, mínimo, máximos, assimetria e curtose. A Tabela 3 mostra a estatística descritiva das variáveis associadas à governança.

Tabela 3 – Medidas descritivas das variáveis associadas à Governança Corporativa

	BF*	REM*	LIE	LTN	LNC	CI	DAP
Média	99,4726	20,5758	48,6014	3,6151	9,7852	0,3966	0,0794
Desv. P.	517,5057	28,3631	17,6450	3,6860	3,4620	0,2405	0,1501
Assimet.	0,0246	0,0214	-1,4840	2,3832	1,2390	0,3810	1,8930
Curtose	0,8681	0,4622	5,5532	10,0969	5,4064	-0,2940	6,8412
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	2,0000	0,0000	-0,6276
Máximo	23.425,3480	64,9743	92,0000	25,1300	26,0000	1,0000	0,9640

Nota: * os dados estão expressos em milhões de reais e ajustados pela inflação; BF= Benefício Fiscal; REM= Remuneração; LIE=Idade; LTN=Tenure=Tempo de mandato; LNC= Tamanho do conselho; CI= Conselheiros Independentes; DAP= Desvio

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que, em média, a remuneração do CEO gira em torno de 20,5758, apresentando, no entanto, um alto valor para o desvio padrão. A idade média dos CEOs foi de 48 anos, sendo a idade de 92 anos apontada como a máxima da amostra. Com relação ao tempo de ocupação do CEO no cargo de principal diretor, a média de tempo foi aproximadamente de 3 anos e sete meses. Já o número médio do total de membros presentes no Conselho de Administração foi de aproximadamente 9 membros.

A variável “CI” que, mostra a relação entre o número de membros independentes e o tamanho do Conselho de Administração apontou uma média de 0,3966. A variável “DAP” (desvio), ou seja, a diferença entre o percentual de ações da estrutura de controle e da estrutura de propriedade apontou uma média de 0,0794, o que demonstra um valor percentual em torno de 8%.

Por fim, para a variável referente à Dualidade do CEO (DUCEO), para a mostra consultada foram encontrados 171 casos em que o CEO é também o Presidente do Conselho de Administração. Vale ressaltar o valor da simetria e curtose para essas variáveis. A assimetria mostra distribuição à direita para essas variáveis, exceto para a variável “AGE” que tem distribuição à esquerda. Já pela curtose identifica-se uma curva do tipo leptocúrtica, exceto para a variável “CI” que apresenta uma curva do tipo platicúrtica.

A Tabela 4 mostra os resultados da estatística descritiva para as variáveis de controle. Ressalta-se aqui, que para limitar a influência indesejada de *outliers* efetuou-se a winsorização de todas as variáveis contínuas neste estudo ao nível de 1%.

Tabela 4 – Medidas descritivas para as variáveis de controle (após winsorização de 1%)

	ROA	Q	AL	Liq	CAPEX	Tang
Média	0,0354	0,6910	0,9663	0,0685	0,0641	0,3266
Desvio P.	0,2023	0,8815	3,1021	0,0841	0,0845	0,2945
Assimetria	-4,5290	3,2280	3,9144	2,3525	2,4280	0,4576
Curtose	31,6513	15,4044	28,5183	10,4325	11,3712	2,1170
Mínimo	-1,4185	0,0075	-9,0790	0,0000	-0,0965	0,0000
Máximo	0,4144	5,5573	22,0497	0,4969	0,4977	0,9512

Nota: ROA=Retorno sobre os ativos; Q=Q de Tobin; AL=Alavancagem; Liq=Liquidez; CAPEX; Tang=Tangibilidade do ativo

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas da amostra apresentaram um valor médio de 0,0354 para o índice ROA. A variável Q de Tobin (Q) apresentou um valor médio de 0,6910, sendo que a variável alavancagem (AL) fez um valor médio de 0,9663. A variável de Liquidez (LIQ) e CAPEX apresentam um valor médio de 0,0685 e 0,0641 respectivamente. Com relação à forma, aponta-se que todas as variáveis, apresentam assimetria com distribuição dos dados à direita, exceto a variável ROA, que apresenta assimetria com distribuição à esquerda. No que se refere à Curtose verifica-se que todas as variáveis apresentam uma distribuição denotando uma curva leptocúrtica, exceto a variável “TANG” que apresenta uma curva do tipo platicúrtica, sendo menos concentrada em torno da média e tem menos valores extremos em comparação com a distribuição normal.

Em síntese, a amostra abarca empresas com baixa rentabilidade média quando comparada com a média do indicador de liquidez, indicador do fluxo de caixa para investimento na empresa e do indicador que avalia o valor de mercado da empresa. Em contrapartida da rentabilidade o indicador do nível de risco da empresa foi o que apresentou maior média, apontando como uma das maiores médias relativa aos fatores determinantes da estrutura de capital da empresa.

4.2 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO

Para a análise bivariada realizou-se a correlação entre as variáveis, para tanto foi utilizada a Correlação de Pearson. Com isso, objetiva-se a identificação de possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Na sequência apresenta-se a análise de correlação entre as variáveis da pesquisa, a Tabela 5 mostra estes resultados.

Tabela 5 – Análise de Correlação via Coeficiente de Pearson – dados com winsorização de 1%

	JSCP	DIV	BFA	REM	LIE	LNC	LTEN	CI	DAP	ROA	Q	AL	LIQ	CAPEX	TANG	DUCEO
JSCP	1,000															
DIV	0,468*	1,000														
BFA	-0,074*	-0,022	1,000													
REM	0,029	0,030	-0,020	1,000												
LIE	0,058*	0,057*	-0,051*	-0,148*	1,000											
LNC	0,045	0,020	0,125*	0,065	0,154*	1,000										
LTEN	0,108*	0,097*	0,014	0,078	0,739	-0,128*	1,000									
CI	-0,177*	-0,177*	-0,125*	-0,175	-0,104*	-0,194*	-0,077	1,000								
DAP	0,127*	0,183*	0,042*	0,018	-0,073*	0,174*	-0,066*	-0,158*	1,000							
ROA	0,018	0,009	-0,105*	0,056	0,065*	0,010	0,086*	-0,025	0,015	1,000						
Q	0,039*	0,096*	0,205	0,070	-0,035	-0,113*	0,018	0,103*	-0,040*	-0,201*	1,000					
AL	-0,031*	0,048*	0,035*	0,153*	-0,037	-0,024	-0,018	-0,038	-0,060*	0,054*	-0,096*	1,000				
LIQ	0,051*	0,003	-0,128*	0,092*	0,057*	-0,107*	0,087*	0,141*	-0,009	-0,115*	0,134*	0,029	1,000			
CAPEX	-0,039*	-0,075*	-0,017*	-0,042	-0,161*	0,145*	-0,197*	0,009	-0,012	0,070*	-0,043*	0,042*	-0,019	1,000		
TANG	0,004	-0,015	0,115*	-0,225*	-0,086*	0,196*	-0,124*	-0,054	0,143*	0,025*	-0,078*	-0,047*	-0,093*	0,136*	1,000	
DUCEO	0,021	0,006	-0,035*	0,108*	0,066*	-0,157*	0,130*	0,106*	-0,047*	0,039*	0,107*	-0,003	0,115*	-0,024*	-0,052*	1,000

Nota: * significativo de 5%; JSCP=Juros sobre capital próprio; DIV= Dividendos; BF=Benefício Fiscal; REM=Remuneração CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho ; LTEN=Logaritmo natural da tenure ; CI=Membros independentes do conselho; DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa ; ROA=Retorno sobre ativos ; Q= Q de Tobin; AL=Alavancagem ; LIQ= Liquidez; CAPEX=Capex ; TANG=Tangibilidade ; DUCEO =Dualidade do CEO.

Fonte: Dados da pesquisa.

Da Tabela 5 observa-se uma leve correlação entre a variável dependente e as variáveis independentes, pois, de acordo com Hair et al. (2005), valores do Coeficiente de Pearson entre $+0,01$ e $+0,20$ referem-se a uma leve correlação e entre $+0,21$ e $+0,40$ referem-se a uma pequena correlação. Já a relação entre as variáveis independentes resultou em leves e pequenas correlações, porém, entre as variáveis “LIE” e “LTEN” originou uma alta correlação (0,739), uma vez que conforme com Hair et al. (2005) valores entre $+0,71$ e $+0,90$ reportam a uma alta correlação. No entanto, essas variáveis não apresentaram valores acima de 5 no teste VIF (Fator de Inflação da Variância), indicando que não existe colinearidade entre elas e podem ser usadas na mesma regressão.

Percebe-se também uma correlação inversa entre a variável dependente (JSCP) e as variáveis de governança “BF” e “CI” e direta com as demais variáveis de governança. Já para a relação entre a variável dependente e as variáveis de controle observa-se uma correlação inversa com as variáveis “AL” e “CAPEX”, e uma correlação direta com as demais variáveis de controle.

4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL

A análise multivariada se efetivou por meio de regressão com dados em painel, sendo que, para a operacionalização dos dados foi utilizado o *software* econométrico Stata®. versão 14. Essa seção se subdivide em três partes: a primeira traz a apresentação dos resultados e análises dos testes de pressupostos da regressão com dados em painel, na segunda parte apresenta-se a verificação da robustez, e por fim, na terceira parte são verificadas as hipóteses da pesquisa.

4.3.1 Resultados e análises dos testes e pressupostos da regressão com dados em painel

Inicialmente, são apresentados os resultados da análise de regressão com dados em painel. A análise multivariada fornece respostas essenciais para a questão fundamental: Qual o impacto da governança corporativa no pagamento de juros sobre o capital próprio para as empresas da amostra?

As Tabelas 6 e 7 mostram os resultados para a Análise de Regressão OLS estimada pelos métodos *Pooled* com erro padrão robusto (*Robust*) e o método efeitos aleatórios (*Random Effects*). Ressalta-se que a escolha por estimações *Pooled* e Efeitos Aleatórios (EA) deve-se aos testes aplicados, como o teste de Hausman entre efeitos fixos e aleatórios, que não rejeitou a

hipótese nula, evidenciando a melhor opção por efeitos aleatórios. Após, testou-se os modelos de *Pooled* e efeito fixo pela aplicação de Breusch-Pagan LM, onde não foi rejeitada a hipótese nula, sendo escolhido o *pooled*. Para robustez, as regressões com efeitos aleatórios também foram testadas.

Com relação aos testes relativos aos pressupostos da técnica de Regressão com dados em painel destaca-se que se verificou a normalidade e multivariada dos dados. Para tanto, utilizou-se o teste de Fator de Inflacionamento da Variância (VIF) o qual não identificou multicolinearidade entre os regressores, o que permitiu o uso simultâneo das variáveis; uma vez que todas elas apresentaram um valor para “VIF” menor que 5, com o valor médio de 2,35. Adicionalmente, pelos testes de Shapiro-Wilk e Doornik-Hansen, foi verificado que os termos de erro não apresentam distribuição normal ao nível de significância de 5%, onde se rejeitou a hipótese nula de que os dados possuem distribuição normal.

Para análise da ausência de autocorrelação foi utilizado o Teste de Wooldridge, o qual apontou a existência da autocorrelação, pois foi rejeitada a hipótese nula a um nível de significância de 5%. De acordo com Wooldridge (2013), a autocorrelação ou correlação serial ocorre quando os erros da regressão são correlacionados ao longo do tempo violando a hipótese de que os erros são aleatórios ou não correlacionados. Nesse sentido, o autor recomenda a estimação via os métodos “*Robust*” ou “*Bootstrap*”.

Os resultados da pesquisa rejeitam a hipótese de a matriz de covariância ser diagonal. Ou seja, as variáveis são independentes ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$).

Para análise de Heterocedasticidade dos resíduos foi aplicado o teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, em que foi rejeitada a hipótese nula (p-valor aproximadamente 0). Dessa forma foi rejeitada a hipótese de homocedasticidade e dos resíduos. Da mesma forma que por meio do pelo Teste de Wald modificado, foi rejeitada a hipótese de homocedasticidade para todos os indivíduos.

Com relação à endogenia, os resultados da presente pesquisa ($\text{Prob} > F = 0,0096$) reportam a rejeição da hipótese nula. Assim, para ambos os modelos às regressões mostraram-se endógenos.

Na sequência apresentam-se os resultados da estimação da Regressão OLS via o método *Pooled (Robust)* e via o método Efeitos Aleatórios (*Random Effects*). As variáveis dependentes do modelo estão expostas no Quadro 2 do capítulo da metodologia. A Tabela 5 mostra os resultados para a variável JSCP a qual será denominada de modelo REG_JSCP. Já a Tabela 6 traz os resultados da variável dividendos e será denominada de modelo REG_DIVID.

Tabela 6 – Resultados da REG_JSCP via métodos *Pooled* e Efeitos Aleatórios

MÉTODO DE ESTIMAÇÃO								
VAR JSCP	POOLED				EFEITOS ALEATÓRIOS			
	Coef.	Erro	Z	P> Z	Coef.	Erro	Z	P> Z
CONST	-0,5365	0,3375	-1,59	0,112	-0,5365**	0,2154	-2,5	0,013
BF	-0,0038	0,0044	-0,87	0,385	-0,0038	0,0043	-0,9	0,379
REM	0,0116***	0,0038	3,01	0,003	0,0115**	0,0055	2,07	0,039
LIE	0,1593	0,1153	1,38	0,167	0,0159	0,0156	1,02	0,307
LNC	0,1113	0,1086	1,02	0,306	0,1113**	0,0535	2,08	0,038
LTEN	-0,0208	0,0206	-1,01	0,313	-0,2082	0,0192	-1,1	0,279
CI	-0,1782*	0,0926	-1,93	0,054	-0,1782***	0,0546	-3,3	0,001
DAP	-0,1868	0,0864	-0,22	0,829	-0,0187	0,0812	-0,2	0,818
ROA	-0,2838	0,3109	-0,91	0,361	-0,2838	0,2643	-1,1	0,283
Q	0,0413*	0,0219	1,89	0,059	0,0413**	0,0179	2,31	0,021
AL	-0,0233	0,0179	-1,3	0,193	-0,0233	0,0144	-1,6	0,106
LIQ	0,6246*	0,3719	1,68	0,093	0,6246***	0,1679	3,72	0,000
CAPEX	0,0046	0,1413	0,03	0,974	0,0046	0,2625	0,02	0,986
DUCEO	-0,0544	0,0409	-1,33	0,184	-0,0544	0,0361	-1,5	0,132
TANG	0,135	0,1297	1,04	0,298	0,135	0,1048	1,29	0,198
EF SET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
EF ANO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
R-SQ:WITHIN		0,0016				0,0016		
R-SQ:BETWEEN		0,8648				0,8648		
OVERALL		0,7445				0,7445		

Notas: 1. ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%.

2. Variável dependente $JSCP = \frac{jscp}{Divjscp}$; CONST=Constante; BF=Benefício fiscal; REM=Remuneração CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho; LTEN=Logaritmo natural da tenure; CI=Membros independentes do conselho; DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa; ROA=Retorno sobre ativos; Q= Q de Tobin; AL=Alavancagem; LIQ= Liquidez; CAPEX=Capex; DUCEO =Dualidade do CEO; TANG=Tangibilidade; EF SET= Efeito setorial; EF ANO= Efeito ano.

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 6 mostra que na estimação *Pooled* as variáveis “REM”, “CI”, “Q” e “LIQ” mostraram-se significativas. Para a estimação Efeitos Aleatórios (EA) as variáveis “REM”, “LNC”, “CI”, “Q” e “LIQ” foram significativas. Para ambos os modelos, os diferentes valores

de R^2 indicam como os modelos se ajustam, o maior valor de R^2 para ambas as estimações foi de 86,48% para entre unidades (*between*) seguido pelo R^2 geral (*overall*) de 74,45%.

Nas duas estimações a variável “REM”, remuneração dos executivos, mostrou-se positivamente relacionada com a variável “JSCP”, a um nível de significância de 1% (*Pooled*) a 5% (EA). Com isso, o aumento de 1 ponto percentual na compensação dos executivos aumenta em torno de 0,01 pontos percentuais o pagamento de JSCP. Esses resultados corroboram com os achados de Armstrong et al. (2015), bem como os de Rego e Wilson (2012); que também encontraram uma influência direta da remuneração do CEO com relação à distribuição de JSCP. Isso pode estar contemplado na ideia de que o aumento dos incentivos faz com que os executivos ajam de acordo com os interesses da firma, sendo que os JSCP podem representar uma diminuição do pagamento de impostos; gerando benefícios para a organização.

A variável “LNC”, referente ao tamanho do Conselho de Administração, mostrou-se diretamente significativa com um nível de significância de 5%. Ou seja, para o aumento de 1 ponto percentual no tamanho do Conselho, aumenta em torno de 0,05 pontos percentuais o pagamento de JSCP. Esse resultado corrobora com os encontrados por Ahmad, Khan e Khan (2019), e insere-se na interpretação de que, quanto maior o tamanho do Conselho de Administração maior será a probabilidade de pagamentos de JSCP, uma vez que aumenta o interesse na empresa e tenta-se, assim, diminuir os conflitos de agência. Nesse sentido, Ahmad, Razzaq e Ahmed (2021) argumentam que a utilidade do conselho pode ser aumentada mediante uma medida maior do tamanho do conselho, uma vez que um conselho maior agrega mais experiências e habilidades que podem ser usadas para diminuir os problemas da agência. Ainda segundo os autores, tamanhos pequenos do conselho podem fazer com que a tomada de decisão tenha forte inclinação para as decisões benéficas apenas para eles e não para a empresa. Outro ponto, é que Conselhos maiores podem produzir mecanismos de monitoramento mais eficazes, o que agrega benefícios tanto para empresa quanto para os acionistas.

A Independência do Conselho mostrou uma relação inversamente significativa para ambas as estimações, porém com um nível de significância de 10% para estimação *Pooled* e nível de significância de 1% para a estimação EA, ou seja, o aumento de 1 ponto percentual no número de conselheiros independentes, reflete uma queda de 0,10 pontos percentuais no pagamento de JSCP. Esses resultados estão em consonância com os achados de Belkhir, Boubaker e Derouiche (2014), Boshnak (2021) e Raheja (2005) pois, quando os conselheiros independentes são monitores eficazes, espera-se que limitem os custos de agência e protejam os interesses dos acionistas minoritários contra o abuso das partes controladoras e a tendência, destes em consumir benefícios privados.

As variáveis de controle “Q” e “LIQ” mostraram uma relação direta com a distribuição de JSCP para ambas as estimações. A variável de mercado “Q” mostrou um nível de significância de 5% a 10% para ambas as estimações. Assim, para o aumento de 1 ponto percentual no valor de mercado, tem-se um aumento em torno de 0,05 e 0,10 pontos percentuais no pagamento de JSCP. Esse resultado indica que o valor de mercado da empresa considerando seu custo de reposição, influencia diretamente a distribuição de JSCP, ou seja, acontece um crescimento ou decréscimo conjunto de ambas as variáveis. Ahmad, Razzaq e Ahmed (2021) identificaram que tanto o índice de distribuição de dividendos quanto o Q de Tobin estão positivamente relacionados, no entanto, não têm efeito significativo, postulando que o dividendo é irrelevante para o Q de Tobin; para empresas pertencentes ao setor de açúcar do Paquistão.

Em complemento aponta-se a relação de crescimento das empresas e pagamentos de dividendos, Ahmad e Javid (2009) destacam que se as empresas com rápido crescimento distribuem mais dividendos para atrair os investidores. Assim, geralmente, se a empresa está no estágio de transição do crescimento para a maturidade, ela paga mais dividendos.

Corroborando com a pesquisa, Reyna (2017) mostrou uma relação positiva entre a medida do Q da Tobin e o pagamento de dividendos para uma amostra de empresas pertencentes a um mercado mexicano. O autor infere que tal resultado pode estar relacionado à incerteza do ambiente do mercado, sendo possível que os investidores prefiram uma maior distribuição de dividendos. Essa situação se assemelha em mercados emergentes, como é o caso do mercado brasileiro.

Já a variável “LIQ” se mostrou diretamente relacionada com a variável “JSCP” com um nível de significância de 1% a 10%, respectivamente para as estimações EA e *Pooled*. Logo, para o aumento de 1 ponto percentual na liquidez da empresa representa um aumento de 0,001 a 0,10 pontos percentuais no pagamento de JSCP. A esse respeito resgata-se a afirmação de Weston e Brigham (1981) quando indicam que a política de distribuição de dividendos é um dos determinantes da escolha do financiamento da empresa, uma vez que a liberação dos lucros corporativos é basicamente decidida pelos gerentes financeiros e controle da empresa, tendo em vista que a política de distribuição de dividendos pode influenciar a liquidez corporativa, o fluxo de fundos líquidos, a satisfação do investidor e os preços das ações. Em função de um saldo de caixa maior, a distribuição de JSCP, se mostrou significativa ao passo que a de dividendos não. Cabe destacar, que de acordo com a literatura um alto índice de liquidez, indica estabilidade financeira de uma empresa, que desse modo, pode ter capacidade de pagar dividendos mais altos (BYOUN; CHANG; KIM, 2016; COVILLE; KLEINMAN, 2015; DEANGELO et al., 2009).

Em complemento, aponta-se o estudo de Pahi e Yadav (2018), os quais encontraram uma relação insignificante entre à liquidez e o pagamento de dividendos, porém, com relação à rentabilidade documentaram uma relação positiva do ROA com a distribuição de dividendos, e argumentam que a probabilidade de ser um pagador de dividendos é maior para empresas com um maior índice de lucratividade. Nesse sentido, Colombo e Terra (2012) apontam que empresas maiores, mais lucrativas, sujeitas a melhores práticas de governança corporativa e com maiores oportunidades de crescimento tendem a distribuir mais proventos em dinheiro via JSCP; prática esta que aumenta a riqueza dos acionistas.

Na sequência apresenta-se a Tabela 7 com os resultados para a variável dividendos, que será denominada de modelo REG_DIVID.

Tabela 7 – Resultados da REG_DIVID via métodos *Pooled* e Efeitos Aleatórios

MÉTODO DE ESTIMAÇÃO								
Variável	POOLED				EFEITOS ALEATÓRIOS (EA)			
	Coef.	Erro	Z	P> Z	Coef.	Erro	Z	P> Z
CONST	-0,176	0,449	-0,390	0,696	-0,176	0,445	-0,390	0,693
BF	0,006	0,007	0,900	0,394	0,006	0,009	0,680	0,494
REM	-0,003***	0,007	-0,410	0,004	-0,003	0,012	-0,260	0,793
LIE	-0,075	0,044	-1,690	0,215	-0,075**	0,032	-2,320	0,020
LNC	0,242	0,136	1,780	0,288	0,242**	0,111	2,190	0,029
LTEN	0,154	0,884	1,740	0,585	0,1537***	0,040	3,870	0,000
CI	-0,046**	0,107	-0,430	0,027	-0,046	0,113	-0,400	0,686
DAP	0,130	0,101	1,290	0,982	0,130	0,168	0,780	0,437
ROA	-1,238	0,656	-1,890	0,106	-1,238**	0,546	-2,270	0,023
Q	0,040**	0,034	1,170	0,019	0,040	0,037	1,070	0,285
AL	0,201	0,028	0,730	0,203	0,201	0,030	0,680	0,498
LIQ	0,270*	0,270	1,000	0,060	0,270	0,347	0,780	0,436
CAPEX	-0,210	0,433	-0,480	0,863	-0,210	0,542	-0,390	0,698
DUCEO	-0,254*	0,131	-1,940	0,062	-0,254***	0,075	-3,410	0,001
TANG	-0,255	0,215	-1,190	0,287	-0,255	0,217	-1,180	0,239
EF SET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
EF ANO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
R-SQ:WITHIN	0,0702				0,0702			
R-SQ:BETWEEN	0,8241				0,8241			
OVERALL	0,6663				0,6663			

Notas: 1. ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%.

2. Variável dependente $DIV = \frac{div}{Divjscp}$; CONST=Constante; BF=Benefício fiscal; REM=Remuneração CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho; LTEN=Logaritmo

natural da tenure ; CI=Membros independentes do conselho; DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa ; ROA=Retorno sobre ativos ; Q= Q de Tobin; AL=Alavancagem ; LIQ= Liquidez; CAPEX=Capex ; DUCEO =Dualidade do CEO; TANG=Tangibilidade ; EF SET= Efeito setorial; EF ANO= Efeito ano.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 7 mostra que para a estimação *Pooled* as variáveis “REM”, “CI”, “Q”, “LIQ” e “DUCEO”, mostraram-se significativas. Já na estimação em relação aos Efeitos Aleatórios, as variáveis de governança “LIE”, “LNC”, “LTEN”, “ROA” e “DUCEO” foram significativas, no entanto, dentre as variáveis de controle utilizadas somente a variável de rentabilidade foi significativa para essa estimação. Para ambos os modelos, os diferentes valores de R^2 indicam como estes modelos se ajustam. O maior valor de R^2 para ambas as estimações foi de 82,41% para entre unidades (*between*), seguidas pelo R^2 geral (*overall*) de 66,63%.

A variável “REM”, remuneração dos executivos, mostrou-se inversamente relacionada com a variável “DIV”, a um nível de significância de 1% na estimação *Pooled*. Com isso, para o aumento de 1 ponto percentual na remuneração, diminui o pagamento de dividendos em, 0,003 pontos percentuais. Esses resultados corroboram com os achados de Bhattacharyya Mawani e Morrill (2008), Yahya e Ghazali (2017) e Souza (2022) pois, apesar da teoria da agência postular que a política de dividendos pode atuar como um dispositivo de controle substituto na falta de mecanismos fortes de governança corporativa (HAYE, 2014), os resultados da regressão mostram-se contrários a essa perspectiva da Teoria da agência, ou seja, o aumento da remuneração do CEO gera uma menor distribuição de dividendos. De acordo com Bhattacharyya Mawani e Morrill (2008), agentes de maior qualidade são aqueles que têm acesso a projetos de VPL mais positivos e esses agentes são induzidos a investir o caixa da empresa em vez de pagar dividendos, ou seja, recebem para pagar dividendos mais elevados. Por outro lado, agentes de qualidade inferior não têm o mesmo acesso a projetos de VPL positivo, e o contrato de compensação que eles escolhem induz para pagar dividendos mais elevados, uma vez que recebem uma menor remuneração.

A variável independência do Conselho, “CI”, por sua vez, se mostrou inversamente relacionada à variável Dividendos. Com um nível de significância de 5%, ou seja, o aumento de 1 ponto percentual na Independência do Conselho, diminui em torno de 0,05 pontos a distribuição de dividendos. Nessa linha, Pahi e Yadav (2018) apontam que os conselheiros independentes tendem a proteger os interesses dos acionistas minoritários, a fim de atenuar o problema de agência. Visto que as empresas não podem usar o pagamento de dividendos como uma ferramenta para reduzir o problema de agência, a inserção de um número maior de

conselheiros independentes no conselho da empresa pode atenuar os conflitos entre o agente e o principal. Boshnak (2021) na pesquisa com empresas sauditas, também encontrou uma relação negativa entre a independência do conselho e a distribuição de dividendos. Para o autor, uma vez que empresas bem governadas reduzem os custos de agência e a necessidade de dividendos, enquanto as empresas mal-governadas, pagam mais dividendos a fim de desfrutar de uma reputação positiva junto aos acionistas.

A idade do CEO, com um nível de significância de 5% mostrou-se negativamente relacionado com a variável “DIV”, ou seja, o aumento de 1 ponto percentual na idade do CEO diminui em torno de 0,05 pontos percentuais o pagamento de Dividendos. O estudo de Briano, Li e Peng (2019) e Battisti (2022) também resultaram em uma relação inversa entre a idade do CEO e a distribuição de dividendos, sugerindo que empresas com CEOs familiares mais velhos (estrangeiros) pagam mais (menos) dividendos. Esses resultados indicam que o pagamento de dividendos em empresas com CEOs pertencentes a empresas familiares é menor do que em empresas não familiares, e concluem que os resultados são mais acentuados quando os acionistas que pertencem a empresas familiares têm propriedade direta e os CEOs têm mandato mais longo.

A variável “LNC” referente ao tamanho do conselho, com significância de 5%, apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos. Com isso, o aumento de 1 ponto percentual no tamanho do conselho, aumenta em torno de 0,05 pontos percentuais o pagamento de dividendos. O estudo de Uwalomwa, Olamide e Francis (2015) corroborou com esses resultados, os quais encontraram que um conselho maior é mais funcional, levando a pagamentos de dividendos mais altos à medida que diferentes membros do conselho atraem clientes diferentes. Bathia (2021) nessa mesma linha indica que um maior conselho garantirá que os diretores busquem maior proficiência, ocasionando um monitoramento adicional. No mais, grandes conselhos, com conhecimento diversificado, são mais eficazes e apresentam maior independência, garantindo um equilíbrio nas decisões sobre dividendos.

Por sua vez a variável “LTEN”, referente ao tempo que o CEO ocupa o cargo de diretor, se mostrou diretamente significativa com um nível de significância de 1%, ou seja, o aumento de 1 ponto percentual no tempo de permanência do diretor no cargo gerou um aumento de 0,001 pontos percentuais no pagamento de Dividendos. Esse resultado corrobora com os encontrados por Ghosh Sirmans (2006), os quais indicam que, quanto mais longo for o mandato, mais entrincheirado é o CEO. Assim, à medida que o tempo de serviço do CEO aumenta, ele tende a se tornar mais arraigado no cargo, exigindo aos acionistas pagamentos mais altos, tendo em vista a proteção de seus interesses.

Outra variável de Governança que se mostrou significativa (1%) para a estimação EA foi a dualidade do CEO, apresentando uma relação inversa com a variável “DIV”, ou seja, para o aumento de 1 ponto percentual na variável “DUCEO”, o pagamento de dividendos diminui, em média, 0,254 pontos. Esse resultado é consoante com o encontrado por Boshnak (2021), onde a dualidade do CEO exerce um impacto negativo na distribuição de dividendos, o que é consistente com a teoria da agência, devido aos altos custos de agência associados ao maior poder do CEO e à retenção discricionária de fundos. Fama e Jensen (1983) argumenta que a eficiência do conselho pode ser aumentada pela inclusão de diretores externos e pela separação dos papéis do CEO e do presidente no conselho, gerando maior comprometimento e menor poder gerencial. Mehdi, Sahut e Teulon (2017) argumentam que a dualidade leva à redução do desempenho do conselho e, portanto, aos pagamentos de dividendos mais baixos.

Por fim, a variável “ROA” a um nível de 5% mostrou-se significativa apontando uma relação inversa com a variável “DIV”, ou seja, para o aumento de 1 ponto percentual na variável “ROA”, o pagamento de dividendos diminui, em média, 1,238 pontos percentuais. Assim, o aumento da rentabilidade da empresa enfraquece a distribuição de dividendos. Nesse sentido, Liu e Chen (2014) também encontraram uma relação significativa e negativa do ROA sobre a distribuição de dividendos, seus resultados mostraram que as mudanças nos dividendos não têm capacidade significativa de prever mudanças nos lucros em escala das ações; porém, esse impacto nos dividendos significa que dividendos aumentados (diminuídos) são seguidos por ROA diminuído (aumentado).

Já, Yusof e Ismail (2016) encontraram um resultado significativo positivo dos lucros sobre a política de dividendos, o que implica que o aumento nos lucros da empresa leva ao pagamento de dividendos maiores aos acionistas. Esse resultado corrobora com a teoria da sinalização, segundo a qual dividendos maiores são pagos aos acionistas quando os lucros aumentam, o que sinaliza um bom desempenho da empresa. Esse fato remete-se ao fato de que empresas com bom desempenho, conseguem oferecer maior recompensa aos acionistas em termos de um maior pagamento de dividendos.

4.3.2 Verificação da Robustez

Tendo em vista que os pressupostos da ausência de autocorrelação, heterocedasticidade dos resíduos, linearidade e endogenia não foram atendidos, mais três modelos foram testados, com as estimações *Pooled* e EA. Para tanto as variáveis dependentes (JSCP e DIV) foram alteradas via ponderações pelo ativo total e pela construção da variável total da adição de

dividendos e JSCP ponderada também pelo ativo total. Inicialmente, apresentam-se as estimações *Pooled* na Tabela 8, já os resultados para a estimação EA estão apresentados na Tabela 9.

Tabela 8 – Resultados da aplicação das Regressões OLS via estimações Pooled

MÉTODO DE ESTIMAÇÃO			
	POOLED		
MODELO	REG_1	REG_2	REG_3
VD	<i>jscp</i> <i>Ativo Total</i>	<i>Div</i> <i>Ativo Total</i>	<i>Total (Div + jscp)</i> <i>Ativo Total</i>
CONST	-0,2627	0,2006	-0,0621
BF	-0,0017	0,0334	0,0317
REM	0,0069**	-0,0445*	-0,0376
LIE	0,0063	-0,3340*	-0,3278*
LNC	0,0498	0,8771*	0,9269*
LTEN	-0,0051	0,6392*	0,634*
CI	-0,0899*	0,1428	0,0529
DAP	0,0009	0,4699	0,4708
ROA	-0,2616	-3,6233	-3,885
Q	0,0295*	0,0107	0,0403
AL	-0,0098	0,1011	0,0914
LIQ	0,3186*	-0,0906	0,228
CAPEX	-0,0122	-0,7756	-0,7877
DUCEO	-0,0418*	-0,8402*	-0,8821*
TANG	0,0665	-1,3234	-1,2569
EF SET	SIM	SIM	SIM
EF ANO	SIM	SIM	SIM
RSQ:WITHIN	0,0072	0,0012	0,0009
RSQ:BETWEEN	0,8858	0,8240	0,8157
OVERALL	0,7035	0,6801	0,6738

Nota: ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%; CONST=Constante; BF=Benefício fiscal; REM=Remuneração do CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho; LTEN=Logaritmo natural da tenure ; CI=Membros independentes do conselho; DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa ; ROA=Retorno sobre ativos ; Q= Q de Tobin; AL=Alavancagem ; LIQ= Liquidez; CAPEX=Capex ; DUCEO =Dualidade do CEO; TANG=Tangibilidade ; EF SET= Efeito setorial; EF ANO= Efeito ano.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostram que quando a variável dependente “JSCP” é ponderada pelo “Ativo Total” via estimação Pooled, a dualidade do CEO mostrou-se significativa, e, em consonância com o modelo REG_BASE1; também se mostraram significativas as variáveis

“REM” e “CI”, “Q” e “LIQ”. Ressalta-se que dentre os modelos apresentados na Tabela 8, esse foi o que apresentou maior poder explicativo entre as unidades (88,58%) e no geral (70,35%).

Quando as regressões relativas ao pagamento de dividendo são ponderadas pelo “Ativo Total” via estimação *Pooled* as variáveis “REM”, “LIE”, “LNC”, “LTEN” e “DUCEO” foram significativas, no entanto, somente “REM” se mostrou significativa em consonância com o modelo REG_DIV.

Por fim, considerando o modelo REG_3, foram significativas as variáveis “LIE”, “LNC”, “LTEN” e “DUCEO”, todas com nível de significância de 10%. Comparando com as outras regressões, é evidenciado que essa significância foi mais relacionada ao pagamento dos dividendos do que aos JSCP.

A Tabela 9 mostra os resultados da aplicação das regressões OLS via estimação por Efeitos Aleatórios.

Tabela 9 – Resultados das Regressões OLS via estimações Efeitos Aleatórios

MODELO	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO		
	EFEITOS ALEATORIOS		
	REG_4	REG_5	REG_6
VD	<i>jscp</i>	<i>Div</i>	<i>Total (Div + jscp)</i>
	<i>Ativo Total</i>	<i>Ativo Total</i>	<i>Ativo Total</i>
CONST	-0,2627	0,2006	-0,0621
BF	-0,0017	0,0334	0,0317
REM	0,0069**	-0,0445	-0,0376
LIE	0,0063	-0,3340**	-0,3278**
LNC	0,0498*	0,8771**	0,9269**
LTEN	-0,0051	0,6392***	0,634***
CI	-0,0899***	0,1428	0,0529
DAP	0,0009	0,4699	0,4708
ROA	-0,2616**	-3,6233*	-3,885*
Q	0,0295***	0,0107	0,0403
AL	-0,0098	0,1011	0,0914
LIQ	0,3186***	-0,0906	0,228
CAPEX	-0,0122	-0,7756	-0,7877
DUCEO	-0,0418**	-0,8402**	-0,8821**
TANG	0,0665	-1,3234	-1,2569
EF SET	SIM	SIM	SIM
EF ANO	SIM	SIM	SIM
RSQ:WITHIN	0,0072	0,0012	0,0009
RSQ:BETWEEN	0,8858	0,8240	0,8157
OVERALL	0,7035	0,6801	0,6738

Nota: ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%; CONST=Constante; BF=Benefício fiscal; REM=Remuneração do CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LNC=Logaritmo natural do

tamanho do conselho ; LTEN=Logaritmo natural da tenure ; CI=Membros independentes do conselho;
 DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa ; ROA=Retorno sobre ativos ; Q= Q de Tobin;
 AL=Alavancagem ; LIQ= Liquidez; CAPEX=Capex ; DUCEO =Dualidade do CEO; TANG=Tangibilidade ; EF
 SET= Efeito setorial; EF ANO= Efeito ano.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nessas regressões, quando os JSCP estão ponderados pelo ativo total (REG_4) as variáveis significativas e com o mesmo sinal foram “REM”, “LNC”, “CI”, “Q” e “LIQ”, as quais se assemelham com o modelo REG_JSCP. Para esse modelo, a variável “DUCEO” mostrou-se significativa.

Dessa forma, quando considerada a variável dependente JSCP ponderada pelo total de dividendos acrescidos do JSCP parece não ter alteração no rol de variáveis que influenciam a distribuição de JSCP. Cabe ressaltar que o modelo REG_4 foi o que apresentou maior poder explicativo, entre as unidades (88,58%) e no geral (70,35%).

O modelo REG_5 mostrou que as variáveis “LIE”, “LNC”, “DUCEO”, “LTEN” e ROA” são significativas similares à regressão REG_DIV.

Por fim, quando considerado o total distribuído entre JSCP e dividendos, ponderado pelo ativo total (REG_6) as variáveis de governança “LIE”, “LNC”, “LTEN” e “DUCEO” apresentaram influência direta nessa distribuição total (Dividendo mais JSCP), exceto a idade e dualidade do CEO que mostraram uma relação inversa.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste subcapítulo, pretende-se verificar as hipóteses elencadas na presente pesquisa. Assim, conforme os resultados e a literatura consultada obtiveram-se as seguintes considerações acerca das hipóteses construídas.

1) *H₁: Os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.*

Na presente pesquisa esta variável não se mostrou significativa quando relacionada com a distribuição de JSCP ou Dividendos, contrariando a literatura existente. Como por exemplo, os estudos de Santos e Salotti (2007) e Scripelliti (2012), que apontam como motivação para a prática de distribuição de JSCP as vantagens fiscais obtidas pelas empresas. Ambos identificaram que o benefício fiscal afeta positivamente a distribuição de JSCP. Sousa Neto et al. (2014) e Gomes, Takamatsu e Machado (2015) demonstraram o impacto positivo do

benefício fiscal tanto na distribuição de JSCP quanto nos Dividendos. O estudo de Colombo e Terra (2022) por sua vez, apontam que os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição dos JSCP.

Contudo, apesar da legislação societária brasileira permitir que as empresas distribuam dinheiro aos acionistas na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio, a carga tributária líquida é menor para pagamentos de juros sobre capital próprio do que para dividendos em dinheiro; proporcionando um benefício fiscal, o que evidencia uma consideração importante para empresas com múltiplas opções para desembolsar dinheiro diretamente aos acionistas.

No entanto, nesta pesquisa, em nenhum dos modelos essa variável mostrou-se significativa, com isso, rejeita-se H_1 . A ausência de significância dos benefícios fiscais na distribuição de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) e dividendos apontada na pesquisa, pode ser interpretada a luz da Teoria da Agência, como um indicativo de que outros elementos de governança corporativa podem ter um papel mais dominante nas decisões de distribuição de lucros. Tais elementos podem abranger a estrutura de propriedade da empresa, a qualidade da administração, o grau de proteção oferecido aos acionistas minoritários, evoluindo no contexto brasileiro para além da mera maximização de vantagens fiscais.

Nas pesquisas de Santos e Salotti (2007), Scipelliti (2012), Sousa Neto et al. (2014) e Gomes, Takamatsu e Machado (2015), existe uma relação significativa e positiva entre os benefícios fiscais e a distribuição de JSCP e dividendos. Indicando com isso que as vantagens fiscais associadas a distribuição dos Lucros incentivam as empresas a optarem por essa forma de distribuição dos lucros. Outro aspecto que merece ser analisado são as diferenças na amostra e na metodologia empregada que podem contribuir para os resultados divergentes.

2) H₂: A Dualidade do CEO afeta negativamente a distribuição de JSCP e Dividendos.

Na presente pesquisa a variável dualidade do CEO, no Modelo REG_DIV, mostrou-se significativa impactando negativamente os Dividendos. Resultado esse confirmado para os modelos REG_1, REG_2 e REG_3, em ambas as estimações. Nesse sentido, Baliga, Moyer e Rao (1996) argumentam que a conjugação destes dois papéis constitui uma forte concentração de poder que pode comprometer a independência do órgão de administração, o que trará consequências negativas ao patrimônio dos acionistas; podendo assim resultar em um sistema de controle fraco que afeta negativamente a distribuição de dividendos aos acionistas.

De acordo com a Teoria da Agência, a dualidade do CEO pode intensificar os conflitos de agência entre gestores e acionistas, devido à acumulação de poder nas mãos do CEO

(JENSEN; MECKLING, 1976). Essa concentração de poder pode comprometer a eficácia do conselho de administração como mecanismo de monitoramento e controle, limitando sua capacidade de defender os interesses dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). A decisão de reter lucros em vez de distribuí-los na forma de dividendos pode ser influenciada por interesses pessoais do CEO, como a preservação do controle e o financiamento de projetos que aumentem seu prestígio pessoal, mesmo que tais projetos não maximizem o valor para os acionistas (JENSEN, 1986). A significância negativa da dualidade do CEO na distribuição de dividendos, observada nos resultados da pesquisa, corrobora essa visão, sugerindo que a estrutura de governança corporativa, marcada pela separação dos cargos de CEO e presidente do conselho, é crucial para mitigar os conflitos de agência e assegurar uma distribuição equitativa de lucros (BALIGA; MOYER; RAO, 1996).

Por outro lado, a ausência de significância da dualidade do CEO na distribuição de JSCP pode indicar que os incentivos fiscais associados a essa forma de remuneração atuam como um contrapeso aos potenciais efeitos negativos da concentração de poder (SANTOS; SALOTTI, 2007). Adicionalmente, a complexidade e as especificidades regulatórias do JSCP podem demandar um nível de especialização e independência do conselho de administração que neutralize parcialmente os riscos associados à dualidade do CEO (SCRIPPELLITI, 2012). Assim, a análise dos resultados à luz da Teoria da Agência ressalta a importância de mecanismos de governança corporativa robustos, que equilibrem o poder entre gestores e acionistas e promovam a transparência e a responsabilidade na tomada de decisões financeiras (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976).

Em síntese, rejeita-se parcialmente essa hipótese, uma vez que a dualidade se mostrou significativa somente para os Dividendos.

3) *H₃: A tenure afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.*

Quando considerada a distribuição de JSCP, a variável “LTEN” não mostrou significância com relação à distribuição de JSCP. No entanto, quando considerada a sua influência com relação a distribuição de dividendos, ela mostrou uma relação significativa direta com a distribuição de dividendos, o que vai ao encontro dos achados teóricos.

Nesse sentido, Frinch (2005) ressalta que o entrenchamento pode ser mais amplo por meio do tempo em que o CEO ocupa o cargo de principal diretor, ou seja, na visão do autor quanto mais tempo permanecer no cargo, maior será o seu empoderamento, o que pode levar a uma interferência direta na distribuição de resultados da organização.

A partir da ótica da Teoria da Agência, a tenure do CEO é um fator que pode influenciar significativamente as políticas de distribuição de lucros das empresas, conforme evidenciado pela relação positiva entre o tempo de mandato do CEO e a distribuição de dividendos. Esse achado corrobora a perspectiva de que CEOs com maior tempo de serviço podem estar mais alinhados com os interesses dos acionistas, optando por recompensá-los com uma distribuição de lucros mais generosa, como sugerem La Porta et al. (2000). No entanto, a ausência de impacto significativo da tenure do CEO na distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) pode ser atribuída às particularidades regulatórias e fiscais dessa forma de remuneração, que exigem uma abordagem mais técnica e menos influenciada pelo tempo de serviço do CEO, conforme apontado por Santos e Salotti (2007).

Por outro lado, o entrincheiramento do CEO, que pode ser exacerbado pelo aumento do tempo de permanência no cargo, pode levar a um maior empoderamento e potencial interferência na distribuição de resultados da organização, como destacado por Frinch (2005). Nesse contexto, CEOs entrincheirados podem priorizar a retenção de lucros para fortalecer sua posição e financiar projetos que aumentem seu controle, em detrimento da distribuição de dividendos, conforme sugerido por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Assim, a análise dos resultados à luz da Teoria da Agência ressalta a importância de mecanismos de governança corporativa robustos, que equilibrem o poder entre gestores e acionistas e promovam a transparência e a responsabilidade na tomada de decisões financeiras.

Assim, no presente estudo a H_3 foi parcialmente rejeitada, pois o tempo de serviço afeta positivamente a distribuição Dividendos, porém não afeta a distribuição de JSCP.

4) H_4 : A Idade do CEO afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.

Na presente pesquisa, a idade do CEO influencia de forma inversa a distribuição de dividendos no modelo base REG_DIV, estimação EA, e nos modelos REG_2 e REG_3, em consonância com os resultados da pesquisa de Battisti (2022), a qual aponta que a idade do CEO, tem um impacto significativo e negativo na política de dividendos. Sobre isso, o autor relaciona a idade CEO com a experiência adquirida ao longo dos anos.

Serfling (2014) por sua vez, afirma que, quanto mais jovem um CEO, mais ele tenta implementar estratégias e projetos arriscados, levando a uma menor distribuição de ganhos aos acionistas. Dessa forma, os CEOs mais jovens tentam maximizar sua utilidade na tentativa de demonstrar suas habilidades gerenciais, desalinhando-se com os interesses dos acionistas (ZWIEBEL, 1996).

Conforme a Teoria da Agência, a relação entre a idade do CEO e a política de distribuição de lucros pode ser entendida à luz dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas. A idade do CEO, como indicador de experiência e conservadorismo, pode influenciar o alinhamento entre as decisões de gestão e os interesses dos acionistas. CEOs mais velhos, com maior experiência acumulada, podem adotar uma postura mais conservadora na gestão de recursos, priorizando a retenção de lucros e a estabilidade financeira da empresa em detrimento da distribuição de dividendos. Essa abordagem está em consonância com a pesquisa de Battisti (2022), que evidencia um impacto negativo da idade do CEO na política de dividendos, sugerindo que a experiência e o conservadorismo associados à idade podem levar a uma menor distribuição de ganhos aos acionistas.

Por outro lado, a falta de impacto significativo da idade do CEO na distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) pode indicar que outros fatores, como considerações fiscais e regulatórias, prevalecem sobre a influência da idade nas decisões de distribuição dessa forma de remuneração. A análise dos resultados à luz da Teoria da Agência ressalta a importância de mecanismos de governança corporativa eficazes para alinhar as decisões dos gestores com os interesses dos acionistas, especialmente em contextos em que as características individuais dos CEOs, como a idade, podem impactar as políticas de distribuição de lucros das empresas.

Assim, a hipótese H_4 foi rejeitada, uma vez que a idade do CEO mostrou uma relação negativa com os Dividendos. Já, quando considerados os JSCP, a variável “LIE” não foi significativa. Dessa forma, pode-se considerar que, no mercado brasileiro, CEOs mais velhos apresentam propensão a distribuir menos dividendos.

5) H_5 : *O tamanho do Conselho afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.*

O Tamanho do Conselho (LNC) mostrou uma relação positiva tanto para a distribuição de JSCP (estimação EA) quanto para distribuição de dividendos (estimação EA). Nos modelos REG_2 e REG_3, o Tamanho do Conselho mostrou um impacto direto para as distribuições de *JSCP e Dividendos*.

Essa relação se dá, de acordo com Ahmad, Khan e Khan (2019) em razão da existência de muitas empresas que são gerenciadas no âmbito de seu clã familiar. Com isso, os diretores executivos são favoráveis ao pagamento de dividendos, uma vez que esta distribuição reflete maior credibilidade e competitividade no mercado; melhorando o interesse na empresa e diminuindo os conflitos de agência. A influência positiva e significativa do tamanho do

conselho nas decisões de distribuir dividendos é evidenciada nos resultados de (NAZAR, 2021; UWALOMWA; OLAMIDE; FRANCIS, 2015).

De acordo com a Teoria da Agência, o tamanho do conselho de administração é um elemento crucial na estrutura de governança corporativa, influenciando o alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas. A relação positiva observada entre o tamanho do conselho e a distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) e dividendos sugere que um conselho maior pode proporcionar uma fiscalização mais efetiva das decisões de gestão, incluindo as políticas de distribuição de lucros. Esse achado está alinhado com os estudos de Ahmad, Khan e Khan (2019) e Nazar (2021), que ressaltam a importância do conselho de administração na promoção da transparência e na redução dos conflitos de agência, especialmente em empresas familiares, onde o pagamento de dividendos pode ser utilizado como uma estratégia para fortalecer a credibilidade e competitividade no mercado.

Ademais, a influência positiva do tamanho do conselho nas decisões de distribuir dividendos e JSCP pode ser interpretada como um indicativo de que um conselho mais amplo e diversificado é capaz de equilibrar os interesses dos acionistas e dos gestores, favorecendo práticas que maximizem o retorno aos acionistas. Conforme destacado por Uwalomwa, Olamide e Francis (2015), o conselho de administração desempenha um papel fundamental na definição das políticas financeiras estratégicas da empresa, incluindo a distribuição de lucros. Portanto, a configuração do conselho de administração emerge como um fator determinante na governança corporativa, influenciando a distribuição equitativa de lucros e promovendo o alinhamento entre as decisões de gestão e os interesses dos acionistas, conforme preconizado pela Teoria da Agência.

Com isso, a hipótese H_5 não pode ser rejeitada.

6) *H₆: A independência do Conselho afeta negativamente a distribuição de JSCP e Dividendos.*

De fato, os resultados da pesquisa para a Independência do Conselho (IC) demonstraram uma influência negativa em relação à distribuição de JSCP e Dividendos, o que está em consonância com os resultados encontrados por Nazar (2021). Isso pode acontecer quando os conselheiros independentes tendem a resguardar os interesses dos acionistas minoritários. Em complemento, Pahi e Yadav (2018) e Al-Homaidi et al. (2020) apontam que esse resultado explica o uso do pagamento de dividendos como uma ferramenta para minimizar o problema de agência.

Conforme a Teoria da Agência, a independência do conselho é um aspecto crucial da governança corporativa que pode influenciar a distribuição de lucros, como demonstrado pelos resultados negativos em relação à distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) e dividendos. Conselheiros independentes, ao priorizarem a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, tendem a adotar uma postura mais conservadora em relação à distribuição de lucros, visando minimizar os conflitos de agência e garantir a sustentabilidade financeira da empresa. Essa abordagem está alinhada com os estudos de Pahi e Yadav (2018) e Al-Homaidi et al. (2020), que destacam o papel dos dividendos como uma ferramenta para atenuar o problema de agência, sugerindo que a presença de conselheiros independentes pode levar a uma menor distribuição de lucros aos acionistas.

Dessa forma, a independência do conselho é fundamental para equilibrar as necessidades de distribuição de lucros com a proteção dos acionistas minoritários. Ao aumentar o número de conselheiros independentes, as empresas tendem a adotar políticas de distribuição de lucros mais cautelosas, refletindo um compromisso com a governança corporativa eficaz e a minimização dos conflitos de agência. Essa relação negativa entre a independência do conselho e a distribuição de JSCP e dividendos ressalta a importância de um conselho diversificado e independente na promoção de práticas de governança corporativa que alinhem os interesses dos gestores e acionistas, conforme sugerido pela Teoria da Agência.

Assim, a hipótese H_6 não é rejeitada para ambos os modelos base. Dessa forma, à medida que aumenta o número de Conselheiros Independentes, diminui o pagamento de JSCP e de Dividendos. Isso provavelmente acontece porque os conselheiros independentes tendem a atenuar o problema de agência aumentando a proteção relativa aos interesses dos acionistas minoritários.

Cabe salientar, que para os modelos voltados a verificação da robustez dos resultados, (REG_1 e REG_4) a variável "CI" foi significativa em ambas as estimações relacionadas à variável JSCP ponderada pelo Ativo Total.

7) H_7 : Os incentivos explícitos afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.

O resultado da pesquisa para a proxy de incentivos explícitos, representada pela remuneração do CEO, demonstrou concordância parcial com a hipótese elencada, pois no modelo REG_JSCP, essa variável foi positivamente significativa, ou seja, à medida que aumenta a remuneração do CEO aumenta a distribuição de JSCP.

No entanto, para o modelo REG_DIV, a variável “REM”, mostrou-se negativa e significativa, com isso, na medida que aumenta a remuneração do CEO, diminui a distribuição de Dividendos. Os modelos REG_1, REG_2 e REG_4 confirmam esses resultados.

Inicialmente, cabe destacar, que de acordo com os resultados de Freitas et al. (2020) a forte concentração acionária das empresas brasileiras influencia negativamente o nível de remuneração executiva (coerentemente com a Teoria da Agência). Logo, pode-se inferir que uma maior remuneração dos CEO poderá refletir em uma menor distribuição de Dividendos, e uma maior distribuição de JSCP.

De acordo com a Teoria da Agência, a remuneração do CEO é um mecanismo crucial para alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, minimizando os conflitos inerentes à relação de agência. A hipótese H7, que postula que os incentivos explícitos afetam positivamente a distribuição de JSCP e dividendos, encontra respaldo parcial nos resultados da pesquisa. A remuneração do CEO mostrou uma relação positiva com a distribuição de JSCP, sugerindo que incentivos financeiros mais elevados podem estimular os CEOs a adotar políticas de distribuição de lucros que beneficiem os acionistas. Esse resultado pode ser interpretado à luz da vantagem fiscal do JSCP no contexto brasileiro, que incentiva a sua distribuição como forma de otimizar o retorno aos acionistas.

Por outro lado, a relação negativa entre a remuneração do CEO e a distribuição de dividendos indica uma possível divergência entre os interesses dos executivos e dos acionistas. CEOs mais bem remunerados podem priorizar a retenção de lucros ou o reinvestimento na empresa, em detrimento da distribuição de dividendos, o que pode refletir um desalinhamento com os interesses dos acionistas que desejam receber uma parcela dos lucros como dividendos. Essa constatação é consistente com os achados de Freitas et al. (2020), que destacam a influência da concentração acionária nas práticas de remuneração executiva no Brasil. Assim, os resultados da pesquisa ressaltam a importância de estruturas de remuneração cuidadosamente projetadas para promover um alinhamento efetivo entre os interesses dos gestores e dos acionistas, em consonância com os princípios da Teoria da Agência.

Assim, a Hipótese H7 parcialmente rejeitada, uma vez que mostrou uma relação positiva somente quando considerada a variável dependente JSCP.

8) *H₈: O desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.*

Com relação à variável “DAP” os resultados encontrados não foram significativos. Contrariando os achados, Stein (2013) mostrou um impacto positivo dessa variável quando relacionado a distribuição de JSCP, confirmando os achados de Colombo e Terra (2012). Porém, de acordo com os autores, não se pode inferir diretamente que esses desvios realmente afetem positivamente o pagamento de JSCP, pois a relação positiva foi verificada em todas as estimações, no entanto, nem todas as estimações (testes de robustez) foram significativas.

Já, Bellato, Silveira e Savoia (2006) mostraram que existe uma relação negativa e significativa entre o excesso de poder de voto em posse dos controladores e o pagamento de dividendos das empresas, evidenciando que a distância do princípio uma ação um voto é prejudicial aos acionistas minoritários. Nessa linha, Zagonel, Terra e Pasuch (2018) documentaram que o nível de pagamento de dividendos é afetado por direitos de voto, privatizações, dedutibilidade de pagamentos de dividendos e mudanças nas regras de governança corporativa. As alterações na legislação fiscal têm uma influência significativa nos índices de distribuição de dividendos, correspondendo à previsão teórica.

A partir da perspectiva da Teoria da Agência, o desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa é um fator que pode exacerbar os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. A Hipótese H₈ postulava que esse desvio afetaria positivamente a distribuição de JSCP e dividendos, sob o pressuposto de que a distribuição de lucros poderia servir como um mecanismo para mitigar tais conflitos, aumentando a transparência e a credibilidade da empresa. No entanto, os resultados da pesquisa não corroboraram essa hipótese, evidenciando que o desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa não possui uma relação significativa com a distribuição de JSCP e dividendos. Esse achado contrasta com os resultados de estudos anteriores, como os de Stein (2013) e Colombo e Terra (2012), que identificaram um impacto positivo dessa variável na distribuição de JSCP.

A ausência de significância dos desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa nas políticas de distribuição de lucros sugere que outros aspectos de governança corporativa ou condições de mercado podem ser mais relevantes na determinação dessas políticas no contexto brasileiro. Ademais, a relação negativa entre o excesso de poder de voto dos controladores e o pagamento de dividendos, destacada por Bellato, Silveira e Savoia (2006), indica que desvios significativos do princípio "uma ação, um voto" podem ser prejudiciais aos acionistas minoritários, reduzindo a distribuição de dividendos. Portanto, a análise dos resultados à luz da

Teoria da Agência enfatiza a importância de uma governança corporativa eficaz e de um ambiente regulatório adequado para promover um alinhamento efetivo entre os interesses dos gestores e dos acionistas, minimizando os conflitos de agência e garantindo uma distribuição equitativa de lucros. No entanto, nesta pesquisa, em nenhum dos modelos essa variável mostrou-se significativa, com isso, rejeita-se H_8

9) H_9 : *A governança é mais efetiva em empresas que pagam JSCP em comparação às que pagam somente dividendos.*

Para verificação desta hipótese, inicialmente foi aplicado o teste de Vuong (1989), para verificar qual modelo apresenta maior significância. O teste apresenta uma característica probabilística e baseia-se na razão de verossimilhança, para testar a hipótese nula, de que os modelos concorrentes estão igualmente próximos do verdadeiro processo de geração de dados, contra a hipótese alternativa de que um modelo está mais próximo. Assim, foi encontrada uma diferença significativa ($P > |t| = 0,065$) nos modelos apresentados. Na sequência apresenta-se as variáveis de governança para cada um dos modelos base.

Para REG_JSCP as variáveis de governança, Remuneração do CEO, Tamanho do Conselho e Independência do Conselho foram significativas, ou seja, impactam positivamente para as duas primeiras (“REM”, LNC”) e negativamente a Independência do Conselho. Desse modo, à medida que aumenta a remuneração do CEO e o Tamanho do Conselho aumenta a distribuição de JSCP, em contrapartida o aumento na Independência do Conselho diminui a distribuição de JSCP.

De acordo com os resultados encontrados para o modelo REG_DIV as variáveis de governança, Remuneração do CEO, Idade do CEO, Independência do Conselho e Dualidade do CEO, mostraram-se negativamente significativas. Já as variáveis Tamanho do Conselho e Tenure mostraram-se positivamente significativas.

Diante dessas constatações, pode-se inferir que, para o mercado brasileiro, a governança corporativa impacta de forma distinta as distribuições de Dividendos e de JSCP. Considerando a divergência de sinal, aponta-se que o aumento da Remuneração do CEO acarreta um aumento na distribuição de JSCP, e uma diminuição na distribuição de Dividendos. Essa tendência pode ser explicada pela atuação dos acionistas majoritários, que, conforme destacado por La Porta et al. (2000), frequentemente agem em benefício próprio, desconsiderando os interesses dos acionistas minoritários. Tal comportamento é acentuado no contexto da distribuição de JSCP, uma vez que este mecanismo proporciona vantagens fiscais significativas para a empresa,

incentivando os acionistas majoritários a priorizar essa forma de distribuição em detrimento dos dividendos.

Outro ponto a ser considerado é a distribuição mínima obrigatória de 25% do lucro aos acionistas, que diminui o risco de expropriação por parte dos acionistas majoritários. No entanto, essa situação reduz o fluxo de caixa da empresa, ocasionando, provavelmente um aumento de necessidade de financiamento das empresas, o que pode explicar, a significância da variável de mercado Q de Tobin para ambos os modelos. Pois, de um lado a distribuição de Dividendos é um sinalizador positivo de mercado, e a distribuição de JSCP envolve o fortalecimento dos quesitos de Governança para as empresas. Essa análise é corroborada por Fama e French (2001), que argumentam que a distribuição de dividendos pode ser um indicador de solidez financeira e transparência para o mercado, enquanto a necessidade de financiamento pode refletir as limitações no fluxo de caixa das empresas.

O tamanho do Conselho apresentou paridade de sinais para ambos os modelos, ou seja, à medida que aumenta o tamanho do Conselho tanto aumenta a distribuição de JSCP quanto a distribuição de Dividendos. De fato, um número maior de Conselheiros induz a visão de melhores práticas de governança desenvolvidas pelas empresas, principalmente quando mitigam os problemas de agência. Dessa forma as empresas tendem a aumentar a distribuição de JSCP. Já com relação à distribuição Dividendos, o Tamanho do Conselho também impacta essa decisão de distribuição, visto que essa característica é base tanto para a construção de sua política de pagamento de dividendos, como para seu endividamento.

Nessa mesma linha, a Independência do Conselho apresentou paridade de sinais para ambos os modelos, assim, quanto maior a independência do Conselho maior será a distribuição de JSCP e Dividendos. Essas observações são corroboradas por Nazar (2021), que destacou a importância do tamanho e da independência do conselho na promoção de boas práticas de governança corporativa, influenciando assim as decisões de distribuição de lucros das empresas.

A dualidade do Conselho mostrou impactar de forma inversa à distribuição de Dividendos. Desse modo, empresas analisadas com Dualidade do CEO distribuem menos dividendos. Essa situação pode ser resultado de um monitoramento mais enfraquecido, já que quem monitora as atividades é o próprio executor, impactando no processo decisório, e, conseqüentemente, na política de dividendos. Esse fenômeno é consistente com as observações de Fama e Jensen (1983), que argumentam que a separação entre a propriedade e o controle nas corporações pode levar a conflitos de agência, especialmente quando o mesmo indivíduo ocupa

posições de CEO e presidente do conselho, comprometendo a eficácia do monitoramento e influenciando negativamente as decisões de distribuição de lucros.

Além do mais, observa-se que, à medida que aumenta o tempo em que o CEO ocupa o cargo de principal Diretor e a sua idade, aumenta também a distribuição de Dividendos. Nesse caso, observa-se que o entrincheiramento (formação de bases de poder), está mais relacionado com o pagamento dos dividendos do que com os JSCP.

Os resultados, não rejeitam a hipótese H_9 , já que as duas variáveis discrepantes nas análises indicam que os executivos que recebem maiores incentivos, optam por pagar mais JSCP e menos dividendos; e CEO's com mais tempo de serviço (entrincheirados) preferem pagar mais dividendos.

Esses achados corroboram com Stein (2013), o qual evidenciou que o pagamento de JSCP é maior em empresas com práticas de governança corporativa, tais como, a independência e composição do conselho de administração, políticas de remuneração dos executivos, transparência e divulgação de informações, direitos dos acionistas, e mecanismos de controle e monitoramento interno. Também constatou evidências do aumento do pagamento de JSCP, para empresas irrestritas, aquelas com restrição ao acesso de crédito e para aquelas com participação acionária de fundos de pensão e investimentos. Por outro lado, empresas restritas com controle de diferentes naturezas jurídicas tendem a pagar menos juros sobre o capital próprio.

Essa argumentação retifica as evidências encontradas por Decourt (2009), o qual documentou que os executivos se preocupam mais com a questão fiscal da empresa do que com o custo fiscal do acionista.

Em síntese, apresenta-se o Quadro 5 que resume os resultados para as hipóteses testadas na presente pesquisa.

Quadro 5 – Resumo dos resultados das hipóteses

MÉTODO DE ESTIMAÇÃO							POOLED	EFEIT ALEAT	POOLED	EFEIT ALEAT	POOLED	EFEIT ALEAT	POOLED	EFEIT ALEAT	POOLED	EFEIT ALEAT
VD	Hipótese	Descrição	sinal	Status JSCP	Status Dividendos	Status Dividendos e JSCP	REG_1	REG_1	REG_2	REG_2	REG_3	REG_6	REG_4	REG_7	REG_5	REG_8
							$\frac{jscp}{Divjscp}$	$\frac{jscp}{Divjscp}$	$\frac{div}{Divjscp}$	$\frac{div}{Divjscp}$	$\frac{jscp}{Ativo Total}$	$\frac{jscp}{Ativo Total}$	$\frac{Div}{Ativo Total}$	$\frac{Div}{Ativo Total}$	$\frac{Total (Div + jscp)}{Ativo Total}$	$\frac{Total (Div + jscp)}{Ativo Total}$
BF	BF	H1	Os benefícios fiscais afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada									
Entrincheiramento	DUCEO	H2	A Dualidade do CEO afeta negativamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	-	Rejeitada	Não rejeitada	Parcialmente rejeitada			- *	- ***	- *	- **	- *	- **	- *
	LTEN	H3	A tenure afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Rejeitada	Não rejeitada	Parcialmente rejeitada				+ ***		+ *	+ ***	+ *	+ ***
	LIE	H4	A Idade do CEO afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada				- **		- *	- **	- *	- **
Monitoramento	LNC	H5	O tamanho do Conselho afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Não rejeitada	Não rejeitada	Não rejeitada		+ **		+ **		+ *	+ *	+ **	+ *
	CI	H6	A independência do Conselho afeta negativamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	-	Não rejeitada	Não rejeitada	Não rejeitada	- *	- ***	- *		- *	- ***			
Incentivo Explícito	REM	H7	Os incentivos explícitos afetam positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Não rejeitada	Rejeitada	Parcialmente rejeitada	+ ***	+ ***	- ***		+ **	+ **	- *		
Desvio	DAP	H8	O desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa afeta positivamente a distribuição de JSCP e Dividendos.	+	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada									

Nota: ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%;

Fonte: Dados da pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta etapa da pesquisa, constam as conclusões, bem como as recomendações de pesquisas futuras.

5.1 CONCLUSÕES

Este estudo buscou analisar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio (JSCP) em empresas brasileiras de capital aberto, uma temática relevante tanto para a academia quanto para os profissionais da área de contabilidade. A legislação brasileira, conforme a Lei nº 9.249/95, oferece um panorama único para investigar como a remuneração dos acionistas, seja por meio de dividendos, JSCP ou ambos, reflete as práticas de gestão corporativa e sinaliza o comportamento da empresa para os investidores.

O tema remuneração do investidor agregado ao benefício fiscal ou a outro determinante, como a governança corporativa está presente na pauta das pesquisas acadêmicas. Segundo a Lei nº 9.249/95, a remuneração dos acionistas no Brasil pode ser realizada por meio da distribuição de dividendos, JSCP ou por ambas; sendo essa uma decisão fundamental, uma vez que sinaliza para o investidor o comportamento da gestão corporativa da empresa.

Com isso, a descoberta acerca do impacto da governança corporativa, na distribuição de dividendos e JSCP nas empresas brasileiras, gera um grande interesse na academia e nos profissionais da área de contabilidade. Tal motivação ocorre porque existem diferenças nas práticas de governança corporativa dentro e entre os países e entre diferentes mercados, em particular os mercados emergentes, como o caso do mercado brasileiro; o qual oferece características únicas de estudo, bem como a legislação brasileira, que desperta importantes desafios de estudos e descobertas. Conforme apontam Claessens e Yurtoglu (2013), os direitos dos credores e dos acionistas parecem semelhantes nos mercados emergentes e desenvolvidos; no entanto o grau de aplicação da lei é duas vezes mais eficaz nos mercados desenvolvidos em comparação com os mercados emergentes. Além disso, frisa-se a importância do desenvolvimento deste estudo, pois busca contribuir com o avanço da pesquisa acerca do tema elucidado.

Este estudo buscou analisar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio (JSCP) em empresas brasileiras de capital aberto, uma temática relevante tanto para a academia quanto para os profissionais da área de

contabilidade. A legislação brasileira, conforme a Lei nº 9.249/95, oferece um panorama único para investigar como a remuneração dos acionistas, seja por meio de dividendos, JSCP ou ambos, reflete as práticas de gestão corporativa e sinaliza o comportamento da empresa para os investidores.

Para tanto, a partir da metodologia utilizada foram construídos dois modelos básicos, denominados REG_JSCP e REG_DIV. Os resultados evidenciaram que a proxy para “Benefício fiscal” não foi significativa para nenhum dos modelos base, o que pode expressar que uma redução, direta ou indireta, do ônus tributário, parece não ser vislumbrada pela gestão corporativa.

A proxy para “entrincheiramento” foi rejeitada para JSCP e não rejeitada para o pagamento de Dividendos, exceto para variável “idade”, que foi rejeitada em ambas as análises. Com isso, o efeito entrincheiramento impactou a distribuição de dividendos, ou seja, o bloco controlador decide por uma menor distribuição de dividendos quando permeia a dualidade do CEO e com o aumento do tempo em que o CEO ocupa o cargo de principal Diretor.

Com relação à dualidade do CEO e em alinhamento com os argumentos da teoria da agência, essa variável leva a uma menor distribuição de dividendos; pois o CEO terá maior poder de controle do conselho, aumentando a possibilidade de prevalecer seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. Em alguns casos, conforme aponta Boshnak (2021), que para garantir sua posição, os CEOs entrincheirados apaziguam os acionistas, pagando altos dividendos e, em geral, os CEOs entrincheirados se sentem imunes à disciplina do conselho de administração. Desse modo, quanto mais longo o mandato, mais entrincheirado é o CEO.

Em contrapartida, o “monitoramento” mostrou impactar ambas as variáveis da mesma forma. Assim, quanto maior o “tamanho do conselho” maior as distribuições de JSCP e Dividendos, ao passo que quanto maior é a “independência do conselho” menor serão essas distribuições. Nessa linha, Boshnak (2021) argumenta que a dualidade do CEO oportuniza grandes participações e envolvimento na eleição de diretores, o que lhes dá mais poder sobre o conselho para desafiar sua independência.

Com relação à proxy “incentivos implícitos” observada via “remuneração do CEO”, seu impacto foi negativo para a distribuição de dividendos. Porém, positivo para a distribuição de JSCP. Com isso, quanto maior a remuneração do CEO maior será a distribuição de JSCP. Já a proxy “Desvio” foi rejeitada para ambas as distribuições. A ausência de significância dos desvios entre direitos de voto e de fluxo de caixa nas políticas de distribuição de lucros sugere que outros aspectos de governança corporativa ou condições de mercado podem ser mais

relevantes na determinação dessas políticas no contexto brasileiro. A rejeição de um modelo estatístico não significa necessariamente que não existe nenhuma relação entre as variáveis em questão. Pode ser que a relação exista, mas não foi capturada pelos modelos testados devido às limitações nos dados, na metodologia ou em outros fatores. Portanto, embora a análise sugira que não há uma associação significativa com base nos modelos testados, isso não exclui definitivamente a possibilidade de uma relação entre o desvio e o pagamento de dividendos ou JSCP.

No que diz respeito, às variáveis inerentes às empresas considerando o modelo de distribuição de JSCP as variáveis “Q de Tobin” e “Liquidez” foram diretamente significativas. Para o modelo de distribuição de dividendos além das variáveis “Q de Tobin” e “Liquidez”, a variável “ROA” foi inversamente significativa. A respeito do ROA, vale ressaltar a argumentação de Tahir, Rahmam e Masri (2020), os quais afirmam que quando o ROA de uma empresa é alto, a mesma busca anunciar sua política de dividendos, com alto pagamento, com o objetivo de satisfazer os investidores, atrair mais investimentos e aumentar os lucros. No entanto, para a amostra da pesquisa, quanto maior é o ROA, menor é a distribuição de dividendos, o que pode ser fruto da preferência por investimentos da empresa em detrimento dessa distribuição.

Já do fato da significância do “Q de Tobin”, pode-se inferir que os pagamentos de JSCP e/ou de Dividendos representa um “prêmio” para as empresas. A significância da variável “liquidez” indica que a disponibilidade de caixa pode inferir tanto a distribuição de JSCP quanto a distribuição de dividendos. Porém, empresas com maior rentabilidade parecem distribuir menos dividendos.

Cabe ainda destacar que quando as variáveis dependentes (JSCP e Dividendos) forem ponderadas pelo Ativo Total ou o total (JSCP + Dividendos) pelo Ativo Total, os resultados se aproximam muito dos resultados dos modelos base (REG_1 e REG_2), conforme descrito no Quadro 5. Com isso, apesar dos pressupostos para os modelos base não serem atendidos na sua totalidade, os modelos com as variáveis dependentes ponderadas confirmam a robustez dos modelos base.

Assim, diante dos resultados obtidos, considera-se que as proxies de governança impactam de forma diferenciada as distribuições de Dividendos e de JSCP, considerando o mercado brasileiro, no período de 2013 a 2022. Nesse sentido, cabe mencionar a argumentação de Djankov et al. (2008) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), os quais afirmam que, em países sob a influência do direito civil francês, como o Brasil, há fraca proteção legal aos investidores, que motiva uma alta concentração acionária como forma de defesa dos acionistas.

Com isso, a distribuição de dividendos parece ser mais viável quando comparada com a distribuição de JSCP. No entanto, observa-se a importância da prevalência dos JSCP em relação aos Dividendos, o que pode ser evidenciado na apuração do imposto de renda de pessoa jurídica e da contribuição social sobre o lucro líquido. Isso, para alguns autores, como Gomes, Takamatsu e Machado (2015), seria um motivo suficientemente forte para que as empresas privilegiassem o pagamento do JSCP em detrimento à distribuição de dividendos. Desse modo, pode-se inferir que os JSCP são uma ferramenta eficaz para obter benefícios fiscais, e não uma simples forma de remuneração que privilegia certas classes de acionistas.

As contribuições teóricas, nestes trabalhos ampliam a compreensão das dinâmicas de governança corporativa em mercados emergentes, como o Brasil, contribuindo para o debate acadêmico sobre as práticas de remuneração de investidores e os efeitos da governança nas políticas de distribuição de lucros.

Já, as contribuições práticas, mostram que os insights gerados podem auxiliar gestores e investidores na formulação de estratégias de governança e distribuição de lucros mais alinhadas com os interesses dos acionistas e o contexto regulatório brasileiro.

Ao passo que as contribuições sociais, destacam a importância da governança corporativa na distribuição de lucros, o estudo fomenta práticas empresariais mais transparentes e equitativas, contribuindo para um ambiente corporativo mais íntegro e sustentável.

A análise crítica dos resultados aponta que a remuneração do CEO e o tamanho do conselho estão positivamente associados à distribuição de JSCP, enquanto a independência do conselho apresenta uma relação negativa. Essas relações sugerem que a estrutura e as práticas de governança das empresas brasileiras podem influenciar de maneiras distintas a distribuição de lucros aos acionistas. Além disso, a dualidade do CEO e o entrincheiramento parecem impactar negativamente a distribuição de dividendos, refletindo potenciais conflitos de agência e desalinhamentos de interesses entre gestores e acionistas.

A Teoria da Agência oferece um arcabouço teórico robusto para interpretar os resultados encontrados. A relação entre a remuneração do CEO e a distribuição de JSCP, por exemplo, pode ser entendida à luz da teoria como um mecanismo de alinhamento de interesses entre executivos e acionistas. Por outro lado, a dualidade do CEO e o impacto negativo na distribuição de dividendos ressaltam os desafios de mitigar os conflitos de agência em empresas com estruturas de governança concentradas.

Este estudo contribui para o debate acadêmico na área de Governança e Sustentabilidade Organizacional, integrante do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Os achados desta pesquisa enriquecem o

desenvolvimento dessa linha de pesquisa no PPGCC, abarcando aspectos contábeis, como a distribuição de lucros via JSCP e dividendos, liquidez e rentabilidade, bem como elementos de governança corporativa, incluindo a remuneração dos acionistas, benefícios fiscais, entrincheiramento, monitoramento, incentivos explícitos e o desvio entre direito de voto e fluxo de caixa."

Os resultados obtidos revelam que a governança corporativa exerce uma influência diferenciada nas distribuições de dividendos e JSCP. As variáveis de governança, como a remuneração do CEO, o tamanho do conselho e a independência do conselho, impactaram de maneira distinta essas distribuições, destacando a complexidade das relações entre governança e políticas de distribuição de lucros.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Para enriquecer a compreensão das dinâmicas entre governança corporativa e políticas de distribuição de lucros em empresas brasileiras, sugere-se a incorporação de variáveis adicionais nas proxies de governança corporativa em pesquisas futuras. Essas variáveis podem incluir aspectos como a diversidade de gênero e experiência no conselho de administração, a presença de comitês de auditoria e ética, e o nível de transparência e divulgação de informações. A análise dessas variáveis pode fornecer insights mais profundos sobre como diferentes facetas da governança influenciam as decisões de distribuição de lucros.

Além disso, recomenda-se a segmentação da amostra de acordo com os níveis de Governança Corporativa, conforme estabelecidos pela bolsa de valores brasileira (B3). Isso permitiria uma análise mais detalhada de como as práticas de governança, em diferentes níveis de aderência aos padrões de governança, afetam a distribuição de JSCP e dividendos.

Outra abordagem seria a divisão da amostra entre empresas restritas e irrestritas em termos de acesso ao crédito. Investigar se existem diferenças nas políticas de distribuição de lucros entre esses dois grupos pode oferecer uma compreensão mais matizada de como as restrições financeiras impactam as decisões de distribuição de JSCP e dividendos.

Adicionalmente, seria interessante explorar o impacto de fatores macroeconômicos e regulatórios, como taxas de juros, inflação e mudanças na legislação tributária, sobre as políticas de distribuição de lucros. Essa análise poderia elucidar como o ambiente econômico e regulatório externo influencia as estratégias financeiras das empresas.

Por fim, estudos longitudinais que acompanhem as mudanças nas práticas de governança corporativa e nas políticas de distribuição de lucros ao longo do tempo poderiam

proporcionar uma visão dinâmica das tendências e evoluções nesses aspectos, contribuindo para uma compreensão mais abrangente das relações entre governança corporativa e distribuição de lucros no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

- ADJAOUD, Fodil; BEN-AMAR, Walid. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. **Journal of business finance & accounting**, [s.l.], v. 37, n. 5-6, p. 648-667, 2010.
- AGUIAR, Andson Braga de. *et al.* Associação entre sistema de incentivos gerenciais e práticas de contabilidade gerencial. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 52, p. 40-54, 2012.
- AHMAD, Muhammad Naveed; KHAN, Farman Ullah; KHAN, Yousaf. Board Composition, Ownership Structure and Dividend Payout Policy: Evidence from PSX-100 Index of Pakistan. **Journal of Business & Tourism**, [s.l.], v. 5, n. 1, p. 55-73, 2019.
- AHMAD, Nisar; RAZZAQ, Muhammad Abdul; AHMED, Ayesha. A critical review of company performance in response to dividend payout policy in the perspective of Pakistan. **Journal of Arts & Social Sciences**, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 16-39, 2021.
- AHMED, Hafeez; JAVID, Attiya. Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms. **JISR management and social sciences & economics**, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 167-194, 2008.
- AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. **Journal of Financial research**, [s.l.], v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, [s.l.], v. 61, p. 129-152, 2007.
- AL-HOMAIDI, Eissa A. *et al.* The liquidity of Indian firms: empirical evidence of 2154 firms. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 19-27, 2020.
- ALI, Heba. Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. **Finance Research Letters**, [s.l.], v. 46, p. 102493, 2022.
- AL-KUWARI, Duha. Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. **Global Economy & Finance Journal**, [s.l.], v. 2, n. 2, p. 38-63, 2009.
- ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murillo; GALVAO JR, Antonio F. Measurement errors in investment equations. **The Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 23, n. 9, p. 3279-3328, 2010.
- AMIDU, Mohammed; ABOR, Joshua. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. **The journal of risk finance**, [s.l.], v. 7, n. 2, p. 136-145, 2006.
- AMORIM, Gabriel de; LIMA, Nilton César; BRUNOZI JÚNIOR, Antônio Carlos. Distribution of dividends and value of companies listed on B3. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 3-18, 2021.

ANDRES, Christian. *et al.* Dividend policy of German firms: A panel data analysis of partial adjustment models. **Journal of empirical finance**, [s.l.], v. 16, n. 2, p. 175-187, 2009.

ANIL, Kanwal; KAPOOR, Sujata. Relevance of signaling and smoothing approaches to dividend: A study of Indian IT sector. **Asia Pacific Business Review**, [s.l.], v. 4, n. 4, p. 104-123, 2008.

ANSSARI, Majid Ahmed Al; SABTI, Ala Alddin Abdulwahab Al. Dividend Distribution Policy and Corporate Response Behavior: Analytical Research on Companies in the Industrial Sector on the Iraq Stock Exchange. **Management**, [s.l.], v. 9, n. 2, p. 1-13, 2022.

ANTUNES, Gustavo Amorim. Estatais e resultado primário do governo brasileiro: Impacto do dividendo mínimo e dos juros sobre capital próprio. **Revista Universo Contábil**, [s.l.], v. 8, n. 4, p. 60-75, 2012.

ARMSTRONG, Christopher S. *et al.* corporate governance, incentives, and tax avoidance. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 60, n. 1, p. 1-17, 2015.

ARSHAD, Zeeshan. *et al.* Ownership structure and dividend policy. **Interdisciplinary Journal of contemporary research in business**, [s.l.], v. 5, n. 3, p. 378-401, 2013.

ASAMOAH, George. Corporate governance and dividend policy: An evidence from Ghana. **Social Science Reserch Network (SSRN) Working Paper**, 18 maio 2011.
DOI <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1845429>.

B3 - BRASIL BOLSA BALCÃO. Disponível em: <http://www.b3.com.br>. Acesso em: 3 abr. 2023.

BALIGA, B. Ram; MOYER, R. Charles; RAO, Ramesh S. CEO duality and firm performance: What's the fuss?. **Strategic management journal**, [s.l.], v. 17, n. 1, p. 41-53, 1996.

BALTAGI, Badi Hani; BALTAGI, Badi H. **Econometric analysis of panel data**. Chichester: John Wiley & Sons, 2008.

BATTISTI, Enrico. *et al.* Intellectual capital and dividend policy: the effect of CEO characteristics. **Journal of Intellectual Capital**, [s.l.], v. 23, n. 1, p. 127-143, 2022.

BELKHIR, Mohamed; BOUBAKER, Sabri; DEROUICHE, Imen. Control–ownership wedge, board of directors, and the value of excess cash. **Economic Modelling**, [s.l.], v. 39, p. 110-122, 2014.

BELLATO, Leticia Lancia Noronha; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006. **Anais[...]**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Finanças empresariais: essencial**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BERZINS, Janis; BOHREN, Oyvind; STACESCU, Bogdan. Dividend, taxes, and agency costs. **Centre for Corporate Governance Research**, [s.l.], n. 2, 2014.

BHAGIAWAN, Giovan; MUKHLASIN, Mukhlisin. Effect of corporate governance on tax planning & firm value. **International Journal of Commerce and Finance**, [s.l.], v. 6, n. 2, p. 72-80, 2020.

BHATIA, Bunny Singh. Board Composition, CEO Duality and Dividend Policy: A Tobit/Probit Model Approach. **Corporate Governance**, [s.l.], v. 3, n. 2, 2021.

BHATTACHARYYA, Nalinaksha; MAWANI, Amin; MORRILL, Cameron. Dividend payout and executive compensation: theory and evidence. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 48, n. 4, p. 521-541, 2008.

BISCA, Maria Heloisa. *et al.* Juros sobre Capital Próprio: uma análise sobre o impacto tributário para quem paga e para quem recebe. **Revista Científica Hermes**, [s.l.], v. 7, 2012.

BLISS, Mark Anthony. Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 51, n. 2, p. 361-380, 2011.

BLOUIN, Jennifer; CORE, John E.; GUAY, Wayne. Have the tax benefits of debt been overestimated?. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 98, n. 2, p. 195-213, 2010.

BOCK, Richard Darrell. **Multivariate Statistical Methods in Behavioral Research**. New York: McGraw-Hill, 1985.

BORSATO, Jaluza Maria Lima Silva; PIMENTA, Daiana Paula; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Análise do lucro passível de distribuição na companhia Vale do Rio Doce: um estudo descritivo. **Revista Brasileira de Contabilidade**, [s.l.], n. 178/179/180, p. 66-79, 2009.

BOSHNAK, Helmi A. The impact of board composition and ownership structure on dividend payout policy: evidence from Saudi Arabia. **International Journal of Emerging Markets**, [s.l.], v. 18, n. 9, p. 3178-3200, 2021.

BOSSE, Douglas A.; PHILLIPS, Robert A. Agency theory and bounded self-interest. **Academy of management review**, [s.l.], v. 41, n. 2, p. 276-297, 2016.

BOULTON, Thomas Jason.; BRAGA-ALVES, Marcus Vinícius; SHASTRI, Kuldeep. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 18, n. 4, p. 968-979, 2012.

BOX, George EP. A general distribution theory for a class of likelihood criteria. **Biometrika**, [s.l.], v. 36, n. 3/4, p. 317-346, 1949.

BOX, George EP. Problems in the analysis of growth and wear curves. **Biometrics**, [s.l.], v. 6, n. 4, p. 362-389, 1950.

BRASIL. **Lei 9.430, de 27 de dezembro de 1996**. Dispões sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta. Brasília, DF: Presidência da República, 1996. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19430.htm. Acesso em: 10 abr. 2023.

BRASIL. **Lei 9.718, de 27 de novembro de 1998**. Altera a Legislação Tributária Federal. Brasília, DF: Presidência da República, 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9713.htm. Acesso em: 10 abr. 2023.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 10 abr. 2023.

BRASIL. **Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1995. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm. Acesso em: 10 abr. 2023.

BRASIL. **Projeto de Lei 2237/2021**. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/propostas-legislativas/2288389>. Acesso em: 3 abr. 2023.

BRASIL. **Projeto de Lei 307/2021**. Dispõe sobre a tributação de lucros e dividendos. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/propostas-legislativas/2269697>. Acesso em: 3 abr. 2023.

BRASILEIRO, Giselle de Araujo. **Juros sobre capital próprio: um estudo sobre o uso ou não deste benefício fiscal pelas empresas brasileiras do setor elétrico**. 2014. 164 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2014.

BRIANO-TURRENT, Guadalupe D. C.; LI, Mingsheng; PENG, Hongfeng. The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: Evidence from Latin America. **Research in International Business and Finance**, [s.l.], v. 51, p. 101086, 2019.

BRICKLEY, James Alan; COLES, Jeffrey L.; JARRELL, Gregg. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. **Journal of corporate Finance**, [s.l.], v. 3, n. 3, p. 189-220, 1997.

BROCKMAN, Paul; UNLU, Emre. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. **Journal of financial economics**, [s.l.], v. 92, n. 2, p. 276-299, 2009.

BUFONI, André Luiz; MAGALHÃES, Etienne Molles; CORDEIRO, Leonardo. A estratégia de remuneração de acionistas pelo juros sobre o capital próprio. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE-ADCONT, 8., 2017, Rio de Janeiro. **Anais[...]**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2017.

BYOUN, Soku; CHANG, Kiyong; KIM, Young Sang. Does corporate board diversity affect corporate payout policy?. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, [s.l.], v. 45, n. 1, p. 48-101, 2016.

- CARVALHO, Emerson Rildo Araújo de. **Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: Um modelo com informação assimétrica**. 2003. 79 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, 2003.
- CEZAR, Rafael dos Reis. **Entidades fechadas de previdência complementar: protagonistas ou coadjuvantes nos desvios entre direito de controle e do fluxo de caixa das empresas brasileiras**. 2019. 75 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, RS, 2019.
- CHANG, Kiyong; KANG, Eun; LI, Ying. Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. **Journal of Business Research**, [s.l.], v. 69, n. 7, p. 2551-2559, 2016.
- CHAY, Jong-Bom; SUH, Jungwon. Payout policy and cash-flow uncertainty. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 93, n. 1, p. 88-107, 2009.
- CHEMMANUR, Thomas J.; CHENG, Yingmei; ZHANG, Tianming. Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 110, n. 2, p. 478-502, 2013.
- CHOHAN, Muhammad Ali. *et al.* Firm level determinants and dividend policy in Pakistan. **International Journal of Recent Technology and Engineering**, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 924-929, 2019.
- CHU, Xiaojun; LIU, Qigui; TIAN, Gary Gang. Does control-ownership divergence impair market liquidity in an emerging market? Evidence from China. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 55, n. 3, p. 881-910, 2015.
- CLAESSENS, Stijn. *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, [s.l.], v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- CLAESSENS, Stijn; YURTOGLU, B. Burcin. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, [s.l.], v. 15, p. 1-33, 2013.
- COLOMBO, Jéfferson Augusto; LAZZARI, Martinho R. Timing, duração e magnitude da recessão econômica de 2014-2016 nos estados brasileiros. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CENTROS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA, 46., 2018, Rio de Janeiro. **Anais[...]**. Rio de Janeiro: Anpec, 2018.
- COLOMBO, Jéfferson Augusto; TERRA, Paulo Renato Soares. Juros sobre o capital próprio, estrutura e propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 40., 2012, Porto de Galinhas. **Anais[...]**. Niterói, RJ: Anpec, 2012. Disponível em: https://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i7-896d14b44c6f1324c15e31e1789490ec.pdf. Acesso em: 10 abr. 2023.
- COLOMBO, Jéfferson Augusto; TERRA, Paulo Renato Soares. Juros sobre o capital próprio versus dividendos: o papel da identidade do acionista na elisão fiscal de empresas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [s.l.], v. 24, p. 175-205, 2022.

CORREIA, Thamirys de Sousa; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Corporate Governance and Global Management Accounting Principles in Public Companies in Brazil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 238-259, 2021.

COSTA, Rafael Ricardo Ramos da. **A destinação do lucro das companhias abertas brasileiras com as melhores práticas de governança corporativa e o seu impacto na rentabilidade do acionista**. 2013. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

COVILLE, Timothy G.; KLEINMAN, Gary. Independent directors and dividend payouts in the post sarbanes–oxley era. **Sustainability and Governance**, [s.l.], v. 18, p. 57-98, 2015.

COX, Nicholas J. Speaking Stata: The limits of sample skewness and kurtosis. **The Stata Journal**, [s.l.], v. 10, n. 3, p. 482-495, 2010.

CRUZ, Ivan Fernandes da. *et al.* Dividendos ou Juros Sobre Capital Próprio: Estudo de caso em uma empresa do setor elétrico. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep**, [s.l.], v. 6, n. 2, p. 36-56, 2019.

DAVIDSON, Russell. *et al.* **Estimation and inference in econometrics**. New York: Oxford, 1993.

DEANGELO, Harry. *et al.* Corporate payout policy. **Foundations and Trends® in Finance**, [s.l.], v. 3, n. 2-3, p. 95-287, 2009.

DÉCOURT, Roberto Frota. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. 2009. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

DESAI, Mihir A.; DHARMAPALA, Dhammika. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. **Journal of financial Economics**, [s.l.], v. 79, n. 1, p. 145-179, 2006.

DESAI, Mihir A.; DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Theft and taxes. **Journal of financial economics**, [s.l.], v. 84, n. 3, p. 591-623, 2007.

DEWASIRI, N. Jayantha. *et al.* Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. **Managerial Finance**, [s.l.], v. 45, n. 3, p. 413-429, 2019.

DJANKOV, Simeon. *et al.* The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 88, n. 3, p. 430-465, 2008.

EL AMMARI, Anis. Do CEO duality and ownership concentration impact dividend policy in emerging markets? The moderating effect of crises period. **International Journal of Financial Studies**, [s.l.], v. 9, n. 4, p. 62, 2021.

ESQUEDA, Omar A.; O’CONNOR, Thomas. Corporate governance and life cycles in emerging markets. **Research in International Business and Finance**, [s.l.], v. 51, p. 101077, 2020.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, [s.l.], v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAVERO, Luiz P. **Manual de análise de dados - estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FERREIRA JÚNIOR, Wanderley Ottoni Ferreira. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, v. 13, n. 2, 2010.

FICH, Eliezer M. Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. **The Journal of Business**, [s.l.], v. 78, n. 5, p. 1943-1972, 2005.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos. **Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004**. 2007. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

FONTELES, Islane Vidal. *et al.* Política de participação das empresas do índice da BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.

FORTI, Cristiano; PEIXOTO, Fernanda; ALVES, Denis. Pagamento de dividendos no Brasil: um estudo empírico sobre seus determinantes. *In*: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14., 2014, Recife. **Anais[...]**. Recife, PE: SBFin, 2014.

FRANCK, Alison Geovani Schwingel; SONZA, Igor Bernardi. Propriedade estatal e governança. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s.l.], v. 18, n. 47, p. 55-71, 2021.

FREIRE, Patrícia de Sá. **Aumente a qualidade e quantidade de suas publicações científicas**: manual para elaboração de projetos e artigos científicos. Curitiba: Crv, 2013.

FREITAS, Maria Rafaela de Oliveira. *et al.* Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 60, p. 322-335, 2020.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s.l.], v. 20, p. 44-62, 2009.

GALVÃO, Kécia da Silveira; SANTOS, Joséte Florencio dos; ARAÚJO, Jevuks Matheus de. Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s.l.], v. 15, n. 36, p. 3-30, 2018.

GARBIN, Janaina Fernanda Bórmio Ruffini. **Política de distribuição de proventos e tributação**. 2020. 43 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, 2020.

GHOSH, Chinmoy; SIRMANS, Clemon F. Do managerial motives impact dividend decisions in REITs?. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, [s.l.], v. 32, p. 327-355, 2006.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GILL, Amarjit S.; OBRADOVICH, John D. Corporate governance, institutional ownership, and the decision to pay the amount of dividends: Evidence from USA. **International Research Journal of Finance and Economics**, [s.l.], v. 97, p. 60-71, set. 2012.

GOMES, Paulo Henrique da Cunha Pinheiro Naves; TAKAMATSU, Renata Turola; MACHADO, Esmael Almeida. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, [s.l.], v. 5, n. 2, p. 62-84, 2015.

GRAHAM, John R. How big are the tax benefits of debt?. **The journal of finance**, [s.l.], v. 55, n. 5, p. 1901-1941, 2000.

GRANZOTTO, Alberto. **O desvio da regra ‘uma ação um voto’ induz restrição de crédito?**. 2020. 95 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, RS, 2020.

GREGOVA, Elena. *et al.* Impact of tax benefits and earnings management on capital structures across V4 countries. **Acta Polytechnica Hungarica**, [s.l.], v. 18, n. 3, p. 221, 2021.

HAFSI, Taïeb; TURGUT, Gokhan. Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. **Journal of business ethics**, [s.l.], v. 112, n. 3, p. 463-479, 2013.

HAIR, Joseph F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAYE, Eric. Dividend policy and agency effects: a look at financial firms. **International Journal of Economics and Finance**, [s.l.], v. 6, n. 2, p. 8-18, 2014.

HOCH, Valzeane Drehmer. **Juros sobre capital próprio: os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas**. 2017. 103 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2017.

HOLANDA, Allan Pinheiro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 52, p. 448-463, 2012.

IGLESIAS, Thayla Machado Guimarães. *et al.* O financiamento das empresas brasileiras à luz das teorias Pecking order e market timing: evidências da regionalidade. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s.l.], v. 14, n. 2, p. 80-94, maio/ago. 2021.

JENSEN, Michael Cole.; MECKLING, William Henry. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 11, p. 5-50, 1976.

JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLEVMARKEN, N. Anders. Panel Studies: what can we Learn from them?. **European Economic Review**, [s.l.], v. 33, p. 523-529, 1989.

KONRAHT, Jonatan Marlon; CAMARGO, Raphael Vinicius Weigert; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s.l.], v. 35, n. 2, p. 105-121, 2016.

KOVERMANN, Jost; VELTE, Patrick. The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, [s.l.], v. 36, p. 100270, 2019.

LA PORTA, Rafael. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The journal of finance**, [s.l.], v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, [s.l.], v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

LARRATE, Marco. **Governança corporativa e remuneração dos gestores**. [S.l.]: Editora Atlas, 2013.

LIU, Chinpiao; CHEN, An-Sing. Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. **International Review of Financial Analysis**, [s.l.], v. 37, p. 194-207, 2015.

LOPES, Laerson Morais Silva; DIAS FILHO, José Maria; ABREU, Emmanuel Sousa de. Gerenciamento do resultado contábil e tributário através dos juros sobre capital próprio em empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 101-118, 2018.

LOPES, Marcelo Rodrigo. **Governança corporativa e redução de assimetrias de informação**. 2015. 90 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2015.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. *et al.* Juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **Contabilidade Gestão e Governança**, [s.l.], v. 10, n. 2, 2007.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: foco na decisão**. Tradução: Opportunity Translation. Revisão técnica: Maria Cecília Laudísio e Guilherme de Farias Shiraishi. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011. 492 p.

MALIK, Waleed; SATTAR, Ali Raza. Corporate Governance Characteristics and Operating Cash Flow as Determinants of Dividend Payout: Evidence from Pakistan. **Pacific Business Review International**, [s.l.], v. 11, n. 5, p. 123-130, 2018.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MARQUES, Luís. David. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. **FEP Working Papers**, Porto, Portugal, n. 100, 2000.

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 52, p. 24-39, 2012.

MCGUINNESS, Paul B.; LAM, Kevin C. K.; VIEITO, João Paulo. Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. **Asia Pacific Journal of Management**, [s.l.], v. 32, n. 4, p. 989-1038, 2015.

MEHDI, Mili; SAHUT, Jean-Michel; TEULON, Frédéric. Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis?. **Journal of applied accounting research**, [s.l.], v. 18, n. 3, p. 274-297, 2017.

MILLER, Edward M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. **The Journal of finance**, [s.l.], v. 32, n. 4, p. 1151-1168, 1977.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, [s.l.], v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MINNICK, Kristina; NOGA, Tracy. Do corporate governance characteristics influence tax management?. **Journal of corporate finance**, [s.l.], v. 16, n. 5, p. 703-718, 2010.

MITTON, Todd. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. **Emerging markets review**, [s.l.], v. 5, n. 4, p. 409-426, 2004.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, [s.l.], v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, [s.l.], v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MOHY-UD-DIN, Kamran; RAZA, Syed Ali. Corporate Governance Mechanism, Dividend policy, and Firm Efficiency. **KASBIT Business Journal**, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 81-100, 2021.

MOTA, Daniel C.; EID JÚNIOR, William. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. *In*: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais[...]**. Rio de Janeiro: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2007.

MULYANI, Evy; SINGH, Harminder; MISHRA, Sagarika. Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, [s.l.], v. 43, p. 16-29, 2016.

MYERS, Stewart C. The Capital structure puzzle. **The Journal of finance**, [s.l.], v. 39, n. 3, p. 5784-592, 1984.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, [s.l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, Wilson Toshiro. *et al.* Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s.l.], v. 18, p. 72-85, 2007.

NAZAR, Mohamed Cassim Abdul. The influence of corporate governance on dividend decisions of listed firms: Evidence from Sri Lanka. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 289-295, 2021.

PAHI, Debasis; YADAV, Inder Sekhar. Role of corporate governance in determining dividend policy: Panel evidence from India. **International Journal of Trade, Economics and Finance**, [s.l.], v. 9, n. 3, p. 111-115, 2018.

PAIVA, José Fernando Martins. **Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor bancário brasileiro**. 2016. 93 p. Dissertação (Mestrado em Gestão e Negócios) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, 2016.

PAIVA, José Wagner Morais de; LIMA, Álvaro Vieira. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 1., 2001, São Paulo. **Anais[...]**. São Paulo: SBFIn, 2001.

PÊGAS, Paulo H. **Manual de Contabilidade Tributária**. 9. ed. [S.l.]: Editora Atlas, 2017.

PEREIRA, Maria Clara Soares; PETRI, Sérgio Murilo. Juros sobre capital próprio: um estudo sobre a redução financeira tributária das empresas do setor de serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos entre os anos 2017 e 2019. *In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS*, 10., 2020. **Anais[...]**. Florianópolis, SC: UFSC, 2020.

POUR, Eilnaz Kashefi; LASFER, Meziane. Taxes, governance, and debt maturity structure: International evidence. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, [s.l.], v. 58, p. 136-161, 2019.

RAHEJA, Charu G. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. **Journal of financial and quantitative analysis**, [s.l.], v. 40, n. 2, p. 283-306, 2005.

RAMOS, Fernando Maciel. *et al.* Determinantes do Pagamento de Juros sobre Remuneração do Capital Próprio das Empresas Brasileiras listadas na revista Exame Maiores e Melhores. **Revista Alcance**, [s.l.], v. 22, n. 2, p. 230-242, 2015.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s.l.], v. 1, n. 6, p. 143-164, 2006.

REGO, Sonja Olhoft; WILSON, Ryan. Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. **Journal of Accounting Research**, [s.l.], v. 50, n. 3, p. 775-810, 2012.

REYNA, Juan Manuel San Martín. Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el contexto mexicano. **Contaduría y administración**, [s.l.], v. 62, n. 4, p. 1183-1198, 2017.

ROSSETTI, José P.; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. [S.l.]: Editora Atlas, 2014.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de administração de empresas**, [s.l.], v. 48, p. 79-86, 2008.

SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno Meirelles. Juros sobre o capital Próprio-Pesquisa Empírica Para Avaliação do nível de conhecimento das Empresas sobre sua utilização. **Contabilidade Gestão e Governança**, [s.l.], v. 10, n. 2, 2007.

SAVARIZ, Carline Rakowski; HAVEROTH, Juçara; RODRIGUES JUNIOR, Moacir Manoel. Impacto do Desempenho das Empresas na Remuneração dos Acionistas: um Estudo Ponderando a existência do Juro sobre Capital Próprio. *In*: CONGRESSO ANPCONT. 11, 2017. **Anais[...]**. Belo Horizonte: ANPCONT, 2017.

SCRIPPELLITI, Henrique Cesar. *et al.* **Dividendos e juros sobre capital próprio**: análise dos fatores influenciadores da decisão de distribuição de resultados no Brasil. 2012. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, 2012.

SERFLING, Matthew A. CEO age and the riskiness of corporate policies. **Journal of corporate finance**, [s.l.], v. 25, p. 251-273, 2014.

SHARMA, Vineeta. Independent directors and the propensity to pay dividends. **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 17, n. 4, p. 1001-1015, 2011.

SILVA, Samuel Saymon. *et al.* Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s.l.], v. 12, n. 1, p. 82-100, 2019.

SILVA, Sidnei Celerino. *et al.* Análise dos aspectos legais e normativos do cálculo e distribuição dos juros sobre capital próprio efetuados pelas companhias abertas do setor siderúrgico no período de 2001-2003. **REGE. Revista de Gestão USP**, [s.l.], v. 13, p. 37-54, 2006. ISSN 1809-2276.

SIMÕES, J. **A relevância informacional dos lucros contábeis quanto à tempestividade da sua distribuição aos acionistas**. 2017. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, 2017.

SOUSA NETO, José Antônio de. *et al.* Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. **Revista de Administração FACES Journal**, [s.l.], v. 13, n. 4, p. 90-108, 2014. Disponível em: <https://bit.ly/2LNhf4r>. Acesso em: 7 set. 2022.

SOUZA, Daniel Henrique de Oliveira; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTOS, Murilo Alves dos. Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s.l.], v. 9, n. 1, p. 58-79, 2016.

SOUZA, Juliana Ribeiro. *et al.* Política de Dividendos e Remuneração de Executivos dos Bancos Brasileiros. *In*: CONGRESSO ANPCONT, 16., 2012. **Anais[...]**. Foz do Iguaçu: ANPCONT, 2022.

STEIN, Felipe André. **Impactos da restrição financeira e estrutura de propriedade no pagamento de juros sobre o capital próprio**. 2013. 127 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2013.

TAHIR, Hussain; RAHMAN, Mahfuzur; MASRI, Ridzuan. Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, [s.l.], v. 7, n. 3, p. 87-99, 2020.

TANG, Yingyi. **An empirical research on corporate governance and dividend policy of listed private enterprises in China**. 2020. Tese (Doutorado) – Wenzhou-Kean University, China, 2020. Disponível em: <https://hdl.handle.net/20.500.12540/293>. Acesso em: 3 abr. 2023.

TRUONG, Thanh; HEANEY, Richard. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, [s.l.], v. 47, n. 5, p. 667-687, 2007.

UTAMA, Cynthia Afriani; UTAMA, Sidharta; AMARULLAH, Fitriany. Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, [s.l.], v. 17, n. 2, p. 165-191, 2017.

UWALOMWA, Uwuigbe; OLAMIDE, Olusanmi; FRANCIS, Iyoha. The effects of corporate governance mechanisms on firms dividend payout policy in Nigeria. **Journal of Accounting and Auditing**, [s.l.], v. 2015, p. 1, 2015.

VIANA JUNIOR, Dante Baiardo Cavalcante; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contábil**, [s.l.], v. 12, n. 1, p. 25-44, 2016.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How are US family firms controlled?. **The Review of Financial Studies**, [s.l.], v. 22, n. 8, p. 3047-3091, 2009.

VUONG, Quang H. Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, [s.l.], v. 57, n. 2, p. 307-333, 1989.

WIBERG, Victor; ANDERSSON, Philip. Ownership structure and family-control, the effects on dividends: A study on listed firms in Sweden. 2021. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Gestão Financeira) – Uppsala University, Business Administration, 2021. Disponível em: <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:uu:diva-448421>. Acesso em: 3 abr. 2023.

WILLIAMSON, Oliver. E. **The Economics of Discretionary Behaviour: managerial objectives in a theory of the firm**. London: Kershaw, 1974.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory econometrics: A modern approach**. 5. ed. Australia: South-Western/Cengage Learning, 2013.

YAHYA, Farzan; GHAZALI, Zahiruddin B. Effectiveness of board governance and dividend policy as alignment mechanisms to firm performance and CEO compensation. **Cogent Business & Management**, [s.l.], v. 4, n. 1, p. 1398124, 2017.

YANO, André Masaharu; ALENCAR, Roberta Carvalho. Governança corporativa e juros sobre capital próprio. *In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 7., 2010, São Paulo. **Anais[...]**. São Paulo: USP, 2010.

YUSOF, Yusniliyana; ISMAIL, Suhaiza. Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. **Review of International Business and Strategy**, [s.l.], v. 26, n. 1, p. 88-99, 2016.

ZAGONEL, Timóteo; TERRA, Paulo Renato Soares; PASUCH, Diogo Favero. Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. **RAUSP Management Journal**, [s.l.], v. 53, p. 304-323, 2018.

ZAMBERLAN, Luciano. *et al.* (org.). **Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas**. Ijuí: Ed. Unijuí, 2014. 208 p.

ZANI, João. *et al.* Interest on equity and capital structure in the Brazilian context. **International Journal of Managerial Finance**, [s.l.], v. 10, n. 1, p. 39-53, 2014.

ZANI, João; NESS JUNIOR, Walter Lee. Estrutura e custo de capital: o impacto da inovação brasileira de lançar juros sobre o capital próprio na vantagem fiscal do endividamento. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DE COSTOS, 7.; CONGRESO DE LA ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD DIRECTIVA, 2., 2001, Leon. **Anais[...]**. España: Universidad de Leon, Servicio de Publicaciones, 2001. p. 306.

ZWIEBEL, Jeffrey. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. **The American economic review**, [s.l.], v. 86, n. 5, p. 1197-1215, 1996.