



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**



MARIA NATALICE FRANCELINO DA SILVA

**EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O PAGAMENTO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA
2018**

MARIA NATALICE FRANCELINO DA SILVA

**EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O PAGAMENTO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida.

**JOÃO PESSOA
2018**

F815e Francelino da Silva, Maria Natalice .

EFETOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O PAGAMENTO
DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 /
Maria Natalice Francelino da Silva. – João Pessoa, 2018.
49f.: il.

Orientador(a): Prof^o Dr. Moisés Araújo Almeida.

Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) – UFPB/CCSA.

1. Governança Corporativa. 2. Dividendos. 3. Companhias Abertas. I.
Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU:657(043.2)

Maria Natalice Francelino da Silva

**EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O PAGAMENTO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Monografia aprovada em: 05/06/2018

Banca examinadora

Moisés Araújo Almeida
Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida (UFPB)
Orientador

Filipe Coelho de Lima Duarte
Prof. Ms. Filipe Coelho de Lima Duarte
Membro

Risolene Alves de Macena Araújo
Profa. Ms. Risolene Alves de Macena Araújo (UFPB)
Membro

João Pessoa

2018

Dedico este trabalho aos meus pais, Manoel e Antonia, que me deram as primeiras bases de formação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, o Criador de todas as coisas, por ter me permitido viver e chegar até aqui, pois se não fossem suas mãos intervindo na minha vida nas pequenas e nas grandes coisas e cuidando de cada detalhe de minha vida, eu jamais teria conseguido vencer mais esta etapa.

À minha mãe Antonia e meu pai Manoel. Agradeço por tudo que fizeram e fazem por mim, por todo amor, cuidado e educação que me deram. Sou grata por cada abraço, cada palavra, cada sorriso, com certeza sem o apoio de vocês eu não teria chegado aqui.

Às minhas irmãs Alberdilene e Mônica, e a minha sobrinha Cecília. Agradeço por tudo que vocês representam para mim, pelo amor e cuidado que têm por mim. Obrigada por serem tão especiais em minha vida.

Ao meu orientador, o professor Doutor Moisés Araújo Almeida. Sou muito grata pelo privilégio de conhecê-lo e por tudo que fez por mim durante todo esse tempo. Sou grata pela sua paciência durante todo o processo de elaboração deste trabalho, agradeço por cada correção e todas as contribuições. Muito obrigada professor, sem as suas orientações eu jamais teria conseguido.

À minha amiga Hortencia. Companheira de moradia e de vida. Sou muito grata por ter o privilégio de compartilhar minha vida com você, são sorrisos, lágrimas, orações e sonhos compartilhados. Obrigada também por todas as suas contribuições na elaboração desta pesquisa.

À minha amiga Marília. Obrigada por ser tão presente e poder compartilhar minha vida com você. Agradeço por cada oração e cada palavra em mais esta etapa de minha vida.

À minha amiga Ana Lúcia. Agradeço muito por você ter me ajudado durante esse tempo, quer seja com orações ou conversas. Obrigada por me entender e me ajudar em momentos de tanta angústia.

À minha amiga Liliane. Obrigada por tudo que fazes por mim, pela amizade sincera, pelo amor e cuidado que tens por mim. Agradeço por você sempre ser tão presente, mesmo vivendo tão longe.

As amigas que construí durante os cinco anos de graduação, em especial a Beatriz, Matheus e Karla Cristina. Foi um imenso prazer ter conhecido vocês. Com

certeza tudo ficou mais leve durante esses cinco anos porque eu também pude contar com vocês.

À minha amiga Thamirys. Foi um privilégio ter te conhecido, sou muito grata por sua amizade. Agradeço também por sua ajuda durante os dois anos de Iniciação Científica e por todas as suas contribuições na elaboração desta pesquisa.

Ao professor Doutor Orleans Silva Martins. Sou grata por todo o conhecimento compartilhado durante os dois anos de Iniciação Científica. Obrigada por sua contribuição tão significativa no meu processo de formação.

À minha equipe de trabalho do meu estágio no Tribunal Regional Eleitoral da Paraíba. Obrigada André, Adriano e Michele por terem me ajudado durante meu processo de formação profissional. Em especial agradeço a Michele pela amizade e disposição em me ajudar também na elaboração desta pesquisa e ao meu chefe André por estar sempre disposto a me liberar quando eu precisei resolver as pendências deste trabalho.

À Universidade Federal da Paraíba, ao Departamento de Finanças e Contabilidade e a Coordenação do Curso de Ciências Contábeis. Obrigada por me viabilizarem cursar e concluir esta graduação.

A cada um dos docentes de cada uma das disciplinas cursadas. Obrigada pelo conhecimento compartilhado.

A cada funcionário da UFPB, sejam concursados ou terceirizados. Obrigada por tudo, pois sem vocês a Universidade não funcionaria.

À Assistência estudantil, que mesmo com falhas, me ajudou a permanecer estudando.

Ao Movimento Estudantil Alfa e Ômega. Obrigada por me ajudar a enxergar a Universidade além de uma formação acadêmica, mas enxergar no Campus Universitário um campo missionário.

Por fim, expresso minha gratidão a cada um que passou/ficou em minha vida durante esse tempo e que contribuiu direta ou indiretamente com o meu processo de formação.

“Os investimentos em conhecimento geram os
melhores dividendos”.

Benjamin Franklin

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo analisar os efeitos da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos das empresas brasileiras abertas listadas na B3. O estudo está embasado em teorias que tratam da Governança Corporativa e distribuição de dividendos. Foi construído um Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), o qual é composto por vinte questões binárias e objetivas. O estudo trata-se de uma pesquisa explicativa com abordagem quantitativa. A amostra foi composta por 227 companhias brasileiras abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no ano de 2016. Foi feita uma análise descritiva e uma análise de regressão. Na análise de regressão foi estimado um modelo robusto de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG). Os resultados apontam que há uma relação positiva e significativa entre a Governança Corporativa e o pagamento de dividendos, isso representa que quanto melhor é a qualidade da Governança Corporativa maior é a distribuição de dividendos das empresas estudadas. Neste sentido, compreende-se que a Governança Corporativa, por apresentar efeitos positivos sobre o pagamento de dividendos de companhias abertas, é um fator relevante na tomada de decisão acerca do investimento em ações.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Dividendos. Companhias Abertas.

ABSTRACT

The present report aimed at analyzing implications of Corporate Governance on payment dividends of Brazilian companies listed in B3. The study is based on theories about Corporate Governance and dividend distribution. A Corporate Governance Trade Index (IGCT) was established, which is composed by twenty binary and objective questions. The study is an explanatory research with quantitative approach. The data collection were comprised by 227 Brazilian companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3) in 2016. A descriptive and a regression analysis were made. Regression analysis was estimated in a robust model of Generalized Least Squares (GLS). The results showed that there is a positive and significant relationship between Corporate Governance and dividends payment; this represents the higher quality of Corporate Governance the greater is the dividends distribution of studied companies. In this sense, it is understood that Corporate Governance, since it has positive effects on dividends payment of publicly traded companies, is a relevant factor in the decision-making on investment in shares.

Key words: Corporate Governance. Dividends. Publicly Traded Companies.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – População e Amostra	27
Figura2 – Quantidade de empresas por Setor Econômico.....	32

LISTA DE TABELAS E QUADROS

Tabela 1 – Definição das dimensões e variáveis de Governança Corporativa	29
Quadro 1 – Descrição das variáveis.....	31
Tabela 2 – Média das empresas na dimensão Conselho de Administração	34
Tabela 3 – Média das empresas na dimensão Estrutura de Propriedade.....	35
Tabela 4 – Média das empresas na dimensão Incentivo aos Administradores	35
Tabela 5 – Média das empresas na dimensão <i>Disclosure</i>	36
Tabela 6 – Média das empresas na dimensão Relação com os Investidores.....	36
Tabela 7 – Média das empresas na dimensão Comitê de Auditoria	37
Tabela 8 – Média das empresas na dimensão Assimetria de Informação	38
Tabela 9 – Estatísticas descritivas das variáveis	39
Tabela 10 – Correlação de <i>Pearson</i> para as variáveis do estudo.....	40
Tabela 11 – Regressão Simples de Dividendos por Ação e IQGC	41
Tabela 12 – Regressão Múltipla de Dividendos por Ação e IQGC.....	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

OECD - *Organisation for Economic Co-operation and Development*

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

S.A. - Sociedades Anônimas

IQGC - Índice de Qualidade da Governança Corporativa

ISS - Serviço Institucional de Acionistas

EUA - Estados Unidos da América

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

SOX - *Lei Sarbanes-Oxley*

FMI - Fundo Monetário Internacional

CGI - *Corporate Governance Index*

ACP - Análise dos Componentes Principais

RIV - *Residual Income Valuation*

MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

Sumário

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Tema e Problema de Pesquisa	17
1.2 Objetivos	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 Justificativa	18
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 Governança Corporativa	20
2.2 Dividendos	23
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	27
3.1 Delineamento da pesquisa	27
3.2 Universo da Pesquisa e Amostra	27
3.3 Coleta e Análise dos Dados	28
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	34
4.1 Análise do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)	34
4.2 Análise descritiva das variáveis do estudo	39
4.3 Correlação entre as variáveis do estudo	40
4.4 Efeitos do IQGC sobre o pagamento de dividendos	42
4.5 Análise da regressão múltipla para as variáveis do estudo	43
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
REFERÊNCIAS	46

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais exerce uma função relevante no desenvolvimento econômico de uma sociedade, sendo este o grande fornecedor de recursos permanentes para a economia, em razão de viabilizar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores. Este é o responsável pelo suprimento da carência de recursos dos agentes econômicos, por meio de instrumentos de longo prazo ou prazo indeterminado (ASSAF NETO, 2014).

As empresas optam pela abertura de capital principalmente por não serem obrigadas contratualmente a fazer devolução do recurso captado. Além disso, a inexistência de um prazo determinado para reembolsar os investidores, a imprevisibilidade de uma remuneração fixa do recurso, a promoção da imagem da instituição frente ao mercado, funcionários, clientes, investidores, e a redução do risco financeiro da companhia propiciada pelo capital próprio também levam a empresa a abrir capital (ASSAF NETO; LIMA, 2014).

Nesses mercados há uma separação entre propriedade e gestão da empresa, o que tem dado espaço para o surgimento de conflitos de interesses. Segundo Jensen e Meckling (1976), a relação entre administradores e acionistas nas firmas é uma relação de agência, a qual consiste em um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal) delega outra pessoa (agente) para a execução de uma tarefa que precise da tomada de decisão do agente. Ao ser firmado o contrato entre as partes, o ambiente é de assimetria informacional, no qual o agente tem vantagem informacional sobre o principal, visto que este pode agir de acordo com seus próprios interesses, prejudicando os interesses do principal. Dessa forma, muitos desses gestores se apropriam do poder para buscar seus próprios interesses e assim maximizar seus lucros em detrimento dos interesses dos proprietários dessas corporações (JENSEN; MECKLING, 1976).

No Brasil, o conflito de agência ocorre também entre acionistas majoritários e minoritários, provocando sérios problemas de Governança Corporativa. Os acionistas controladores podem ter acesso a vantagens, uma vez que a compra de ações do bloco de controle dá direito a um prêmio, o que pode causar desvantagens aos acionistas minoritários (SILVEIRA, 2002). Esses conflitos são comuns no mercado acionário brasileiro, pois existe uma parcela significativa de investidores que compram apenas ações preferenciais e acabam tendo desvantagens.

Segundo a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2015), a Governança Corporativa é um conjunto de relações entre gestores, acionistas e partes interessadas, a qual busca garantir a igualdade de tratamento entre estes. A Governança Corporativa também proporciona uma estrutura para a definição de objetivos que sejam do interesse da companhia e de seus investidores, assim como o monitoramento e alcance desses objetivos. Portanto, um bom sistema de governança, tanto em empresas individuais como em economias inteiras, pode contribuir com o grau de confiança dos participantes, e assim com o desempenho de uma economia de mercado (OECD, 2015).

A Governança Corporativa é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) como um sistema de direção e monitoramento das empresas, o qual incorpora acionistas, diretores, administradores, auditores e conselheiros. Sendo assim, a Governança Corporativa se apresenta como um conjunto de práticas que incentivam e monitoram os participantes de uma companhia, buscando alinhar seus interesses e proporcionar maior transparência na relação entre as partes.

No ano 2000, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo-BM&FBOVESPA, atual Brasil, Bolsa, Balcão (B3), criou segmentos diferenciados de Governança Corporativa (N1, N2 e Novo Mercado) para as companhias que desejassem adotar melhores práticas de governança voluntariamente. Ao ingressar nesses segmentos de listagem, as companhias passam a cumprir obrigações que vão além das exigências da Lei nº 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações, buscando assim melhorar a sua avaliação frente ao mercado e propiciar condições de proteção aos fornecedores de capital, bem como atraírem mais investidores, uma vez que estes buscam negócios confiáveis e que lhes proporcione um retorno satisfatório.

Ademais, uma boa Governança Corporativa auxilia na tomada de decisão dos gestores, nas mais variadas questões corporativas, a saber: quanto às políticas de investimentos, financiamentos e dividendos. A decisão de investimentos envolve decidir como alocar recursos da melhor forma possível visando gerar benefício futuro. Por sua vez, a decisão de financiamento envolve escolher as melhores ofertas de recursos, e a decisão de dividendos é decidir quanto, como e quando distribuir uma parcela do lucro da empresa aos acionistas (ASSAF NETO, 2014). Nesta pesquisa será enfatizada a decisão sobre a distribuição de dividendos.

A Lei nº6.404/76 e alterações posteriores feitas pela Lei nº 10.303/2001, que regula as Sociedades Anônimas (S.A.) brasileiras, expõe em seu artigo 202 a obrigação dessas empresas distribuírem dividendo mínimo obrigatório (*payout*), parcela do lucro, o que também deve estar regulamentado no estatuto da empresa. O que pode ser visto na legislação é que essas empresas são obrigadas a remunerar seus acionistas, sendo assim um meio de proteção aos acionistas minoritários.

Os estudos precursores sobre o pagamento de dividendos foram realizados por Lintner (1956) e Gordon (1959), com a Teoria da Relevância dos Dividendos, conhecida como a Teoria do Pássaro na Mão, e, posteriormente Miller e Modigliani (1961) com a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Outras pesquisas foram feitas buscando estabelecer parâmetros distintos sobre a política de dividendos em um mercado imperfeito, inclusive, a hipótese do efeito clientela preconizada por Elton e Gruber (1970).

Desde então, muitos autores têm se debruçado nos estudos sobre essa temática. No cenário internacional, Jiraporn, Kim e Kim (2011) investigaram como a Governança Corporativa afetou o pagamento de dividendos de 5.422 companhias norte-americanas. Já no cenário nacional, autores como Ribeiro et al. (2013), Souza, Peixoto e Santos (2016) e Quirós, Sousa e Pereira (2017) realizaram estudos sobre a relação da Governança Corporativa com a distribuição de dividendos de empresas abertas listadas na Bolsa de Valores. O presente estudo se diferencia dos supracitados pela construção do Índice de Qualidade da Governança Corporativa para mensuração da Governança Corporativa e a utilização deste para investigar os efeitos da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos.

À vista disso, é possível destacar que as práticas de Governança Corporativa e a política de dividendos adotada pelas empresas abertas se mostram pertinentes para a discussão nas finanças corporativas, pois se trata de uma temática relevante à tomada de decisão dos participantes de uma firma. E, ainda, se apresenta como mecanismo relevante no desenvolvimento do mercado de capitais, e, conseqüentemente, de uma economia de mercado.

1.1 Tema e Problema de Pesquisa

Ao observar a realidade do mercado acionário brasileiro, o qual tem um número considerável de empresas de capital aberto, torna-se necessário analisar os impactos que a Governança Corporativa exerce sobre a distribuição de dividendos dessas companhias. Com base no exposto, este estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: quais os efeitos da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?

1.2 Objetivos

A seguir serão apresentados os objetivos geral e específicos do estudo.

1.2.1 Objetivo Geral

Este trabalho tem por objetivo principal analisar os efeitos do Índice de Qualidade da Governança Corporativa sobre a distribuição de dividendos das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no ano de 2016.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Construir um Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) das empresas que negociaram ações na B3 no ano de 2016.
- b) Relacionar o IQGC com a distribuição dos dividendos por ação das empresas brasileiras abertas listadas na B3 em 2016.

1.3 Justificativa

A realização desta pesquisa justifica-se pela importância de investigar como a Governança Corporativa influencia na distribuição dos dividendos das companhias abertas, uma vez que as medidas adotadas pelas empresas quanto ao pagamento dos dividendos aos seus acionistas é um relevante tema de discussão na área de finanças corporativas.

O estudo também busca auxiliar os investidores a tomarem decisões referentes à compra e venda de ações. Isso porque leva em consideração que os investidores precisam de um embasamento teórico, para que possam compreender o que tem influenciado o pagamento de dividendos das companhias, bem como conhecer o contexto real das políticas de proteção aos acionistas dessas companhias.

Essa temática tem sido discutida no meio acadêmico brasileiro e internacional. No âmbito internacional, Jiraporn, Kim e Kim (2011) investigaram como a Governança Corporativa afetou o pagamento de dividendos de 5.422 empresas norte-americanas relatadas pelo Serviço Institucional de Acionistas (ISS) no período de 2001 a 2004. Os resultados indicaram a existência de uma associação positiva entre a qualidade da Governança Corporativa e a distribuição de dividendos das companhias estudadas. Isso significa que as empresas que adotam melhores práticas e Governança Corporativa estão mais propensas a pagar dividendos, e ainda pagam dividendos maiores que as empresas que adotam menos práticas de governança.

Ribeiro et al. (2013) analisaram a associação entre as práticas de Governança Corporativa e a política de dividendos no mercado acionário brasileiro. A amostra consistiu nas empresas abertas com ações negociadas na Bolsa de Valores no ano de 2011. Os autores observaram que as empresas mais competitivas tendem a pagar mais dividendos e que as companhias listadas nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores pagam mais dividendos que as que não aderiram a nenhum segmento. Esses resultados sugerem que a Governança Corporativa exerce influência sobre a distribuição de dividendos dessas companhias.

Já Souza, Peixoto e Santos (2016) investigaram como a Governança Corporativa influenciou na distribuição de dividendos de 1.001 empresas brasileiras

abertas não financeiras listadas na bolsa de valores no período de 2002 a 2013. Os autores mensuraram a Governança Corporativa por meio dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da bolsa de valores (N1, N2 e Novo Mercado). Os resultados apontaram que empresas com melhores práticas de Governança Corporativa distribuem mais dividendos do que aquelas com práticas de governança mais fraca. Assim, se a empresa adere a um segmento maior de Governança Corporativa ela tende a melhor remunerar seus acionistas.

Por outro lado, Quirós, Sousa e Pereira (2017) estudaram os efeitos da Governança Corporativa sobre a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras internacionalizadas e não internacionalizadas. Os autores relacionaram o controle de capital e o segmento diferenciado de Governança Corporativa com a distribuição de dividendos e emissão de ADR. Não foi observada relação significativa e positiva entre as variáveis do estudo, pois as empresas analisadas que emitem ADR distribuem menos dividendos.

O presente estudo se diferencia dos precedentes em razão da mensuração da Governança Corporativa ocorrer por meio da construção do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), também utilizado por Silva e Martins (2015) e Correia, Silva e Martins (2016). Esse índice permitirá conhecer de modo mais abrangente os elementos componentes da Governança Corporativa e avaliar o quanto eles são significativos para o pagamento de dividendos.

O período do estudo é justificado pela acessibilidade dos dados, o qual remete ao ano de 2016, haja vista a indisponibilidade dos Formulários de Referência no *site* da CVM no período da coleta dos dados deste estudo, o que inviabilizou a construção do Índice de Qualidade da Governança Corporativa referente ao ano de 2017. Quanto ao período se referir a apenas um ano, justifica-se pela dificuldade na coleta dos dados para a construção do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) por um período mais extenso, sendo assim mais conveniente trabalhar somente com um ano.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo trata das teorias e estudos que fundamentam esta pesquisa, estando subdividido em dois subtítulos: Governança Corporativa e dividendos.

2.1 Governança Corporativa

Rossett e Andrade (2014) afirmam que o termo Governança Corporativa surgiu nos Estados Unidos (EUA) em 1991, e, posteriormente, em 1992, foi criado na Inglaterra o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Somente em 1999, a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2015) publicou a primeira edição dos Princípios de Governança Corporativa e assim difundiu os princípios da boa governança, bem como seus efeitos nas empresas.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é o órgão responsável por disseminar as práticas de Governança Corporativa. O IBGC foi criado em 1995, com o objetivo de contribuir para o desempenho sustentável, influenciando na transparência, justiça e responsabilidade dos agentes sociais. É importante ressaltar que anteriormente já tinham sido promulgadas no Brasil a Lei nº 6.385/1976, com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais, a qual criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a Lei nº 6.404/1976, que regula as sociedades anônimas.

Nos EUA foi promulgada em 2002 a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), a qual visa o aprimoramento das demonstrações financeiras por meio das práticas de governança e *disclosure* corporativa, e, assim, a proteção dos acionistas e da sociedade contra fraudes. A criação dessa lei buscou proporcionar um ambiente que estimulasse em conjunto o interesse dos investidores e a valorização das empresas.

Portanto:

A governança corporativa tem fundamentos sólidos, definidos a partir de princípios éticos aplicados na condução dos negócios. Seu desenvolvimento e sua afirmação têm razões macro e microeconômicas. E sua sustentação já se estabeleceu não só pelos princípios e razões que se encontram em suas origens, mas também pelos institutos legais e marcos regulatórios que envolvem os processos de gestão e que, cada vez mais, aperfeiçoam-se com base nos valores que regem a boa governança (ROSSETTI; ANDRADE, 2014, p. 26).

Continuando, os autores Rossetti e Andrade (2014) destacam que instituições como a OECD, o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e o G8 acreditam que as boas práticas de Governança Corporativa têm papel relevante para o crescimento da economia, assim como a interligação global dos mercados. Ainda acrescentam que as boas práticas de Governança Corporativa são cruciais para vários aspectos do controle das companhias abertas.

Para o IBGC (2009), as boas práticas de Governança Corporativa transformam princípios básicos em instruções objetivas, levando as companhias a buscarem ajustar seus interesses com o objetivo de proteção e aprimoramento do seu valor econômico. Além disso, concedem às corporações facilidade de acesso a recursos, o que contribui significativamente para a boa qualidade da gestão, a continuidade e o sucesso dos negócios. Assim, é possível observar que as boas práticas de Governança Corporativa podem contribuir significativamente para a boa gestão das empresas.

Ao longo dos anos, pesquisadores da área de finanças têm realizado estudos sobre a Governança Corporativa. As pesquisas têm sido feitas com objetivo de investigar a relação das práticas de Governança Corporativa com outros aspectos das companhias. Esses estudos realizados, no Brasil e no exterior, têm fortalecido a discussão sobre o tema na academia, além de ser aparato teórico que pode colaborar na tomada de decisão de gestores e investidores das corporações.

Alguns pesquisadores propuseram índices para mensuração da qualidade da Governança Corporativa. No mercado acionário brasileiro, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) desenvolveram um índice com o objetivo de analisar a qualidade da Governança Corporativa e sua relação com o desempenho e o valor das companhias abertas. Eles utilizaram uma amostra composta de 131 companhias abertas listadas na Bolsa de Valores brasileira no período entre 1998 e 2002. O modelo utilizado para a mensuração da qualidade da Governança Corporativa foi o *Corporate Governance Index* (CGI), composto de 15 variáveis (*dummies*), que tratam de 4 dimensões relacionadas à governança: *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de controle e propriedade e direitos dos acionistas. Os autores encontraram que menos de 4% das companhias estudadas apresentaram uma boa qualidade da Governança Corporativa, porém estas empresas apresentaram retorno sobre os ativos - indicador de desempenho -

bem maior que as demais e mostraram também uma relação positiva entre o retorno sobre os ativos e as boas práticas de Governança Corporativa.

Correia, Amaral e Louvet (2011) elaboraram um índice com o objetivo de mensurar a qualidade da Governança Corporativa de 242 empresas brasileiras abertas listadas na Bolsa de Valores no período de 1997 a 2006 e, posteriormente, analisar a relação deste índice com a confiança do mercado. Para este fim, os autores utilizaram um grupo de mecanismos que reduzem os conflitos de agência, os quais são: composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e de controle, incentivo aos administradores, proteção dos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas. Foi utilizada a Análise dos Componentes Principais (ACP) para a mensuração do índice, a qual consiste no cálculo de uma média ponderada de todos os componentes e suas variâncias. Os resultados apontaram que a boa qualidade da Governança Corporativa possui um valor para o mercado, pois está positivamente relacionada com a variável que buscava mensurar a confiança do mercado.

Já Silva e Martins (2015) construíram um Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC) e analisaram o reflexo da qualidade da Governança Corporativa sobre a avaliação das empresas brasileiras abertas listadas na Bolsa de Valores no período de 2010 a 2013. Para o cálculo do IQGC foi utilizada a ACP, que consiste em uma média ponderada dos componentes principais, e, para a análise da importância do IQGC na avaliação das companhias foi feita a inserção de uma *proxy* no modelo *Residual Income Valuation* (RIV). Eles observaram que a qualidade da Governança Corporativa é *value relevant* para as empresas brasileiras abertas, porém esses resultados são persistentes somente nas empresas de tamanho médio e de menor liquidez.

Utilizando também o IQGC, Correia, Silva e Martins (2016) investigaram a relação da qualidade da Governança Corporativa com os segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de 235 companhias brasileiras abertas não financeiras no período de 2010 a 2013. Eles consideraram sete dimensões de Governança Corporativa, cada dimensão contendo três variáveis, totalizando vinte e uma variáveis referentes à boa qualidade da Governança Corporativa. Os resultados mostraram que as empresas que tinham melhores práticas de Governança Corporativa simultaneamente estavam listadas nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores.

Diante disso, é possível observar que as boas práticas de Governança Corporativa têm apresentado relação significativa com outros aspectos relevantes das companhias abertas. Assim, a boa governança tem contribuído de alguma forma com a tomada de decisão dos gestores e investidores, e, conseqüentemente, com o desenvolvimento do mercado de capitais.

2.2 Dividendos

O termo dividendos “refere-se à distribuição de lucros da empresa, em dinheiro” (STEPHEN et al., 2015, p. 619). No mercado acionário brasileiro, o valor de dividendos pago aos acionistas é expresso em reais por ação (dividendos por ação) ou em lucro por ação (*payout*) (STEPHEN et al., 2015). A política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas é um tema relevante nas finanças corporativas.

Algumas teorias foram apresentadas por pesquisadores pioneiros nessa área de estudo. A Teoria do Pássaro na Mão, preconizada por Lintner (1956) e Gordon (1959), enfatiza que os dividendos são almejados por acionistas avessos ao risco, uma vez que os dividendos são ganhos no presente, ao passo que a valorização das ações é uma expectativa futura. Essa teoria parte do pressuposto que a distribuição de dividendos é importante para os detentores de ações e que os investidores almejam receber esses dividendos.

Lintner (1956) investigou a política de dividendos em 600 empresas norte-americanas no período de 1947 a 1953. Foi construída uma lista de 15 fatores e características que podem ter influência na política de dividendos de indústrias de bens duráveis e não duráveis. Foram considerados fatores como tamanho, uso de dividendos em ações, razão preço-lucro, liquidez, entre outros. Ele observou que os gestores das companhias estudadas tinham muita cautela na definição da política de distribuição de dividendos.

Contestando a Teoria do Pássaro na Mão, Miller e Modigliani (1961) apresentaram a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Essa teoria enfatiza que a quantidade do lucro que a empresa distribui de dividendos aos seus acionistas não tem relevância, e que os acionistas não deveriam se preocupar com isso. Segundo essa teoria, os acionistas devem comprar ações com objetivo de lucrarem com a valorização de suas ações e assim optarem por reinvestir esses ganhos.

Já Elton e Gruber (1970) afirmam que existe um efeito clientela sobre a política de dividendos das companhias. Para os autores, o efeito clientela ocorre em um mercado imperfeito, em que as diferenças entre os custos de realizar as transações e os dividendos influenciam nas decisões de investimento e nas decisões dos gestores sobre a política de pagamento de dividendos das empresas.

A partir dessas teorias, outros autores passaram a estudar a política de dividendos das companhias abertas no mercado de ações brasileiro e internacional. Com o passar dos anos, o tema está sendo difundido no meio acadêmico com o objetivo de investigar quais os fatores que têm influenciado na política de dividendos dessas empresas.

No mercado norte-americano, Jiraporn, Kim e Kim (2011) estudaram a influência da Governança Corporativa sobre a distribuição de dividendos de 5.422 empresas no período entre 2001 e 2004. A amostra foi dividida em dois grupos: o primeiro grupo foi classificado como tendo uma governança forte, com *Gov-score* maior que a mediana; e o segundo grupo foi classificado como tendo uma governança fraca, com *Gov-score* menor que a mediana. Para analisar a qualidade da Governança Corporativa foram utilizados dados referentes aos 62 padrões de governança, os quais são divididos em 8 categorias concedidos pelo Serviço Institucional de Acionistas (ISS).

Os resultados do estudo feito por Jiraporn, Kim e Kim (2011) mostraram que, em média, 54,8% das companhias com Governança Corporativa forte pagam dividendos, enquanto somente 38,8% das empresas com governança fraca distribuem dividendos. Esses resultados sugerem que a qualidade da Governança Corporativa exerce influência positiva sobre o pagamento de dividendos dessas empresas.

No Brasil, Ribeiro et al. (2013) estudaram a relação da política de dividendos com as boas práticas de Governança Corporativa de 259 empresas listadas na Bolsa de Valores em 2011, das quais 141 que emitiram ações ordinárias e 118 que emitiram ações preferenciais. Eles utilizaram um modelo de regressão multivariado, em que a variável dependente foi a rentabilidade do dividendo e as variáveis independentes foram o nível de Governança Corporativa e a classe das ações, para observar a existência da associação entre a rentabilidade do dividendo com o nível diferenciado de Governança Corporativa da Bolsa de Valores e a classe da ação. Os resultados indicaram a existência de uma relação significativa entre a rentabilidade

dos dividendos e os níveis diferenciados de Governança Corporativa, pois as empresas listadas em algum dos segmentos distribuem mais dividendos que as demais.

Também no mercado acionário brasileiro, Forti, Peixoto e Alves (2015) realizaram um estudo com o objetivo de identificar os fatores que influenciaram na política de distribuição de dividendos de 300 empresas não financeiras listadas na bolsa de Valores no período entre 1995 e 2011. Os autores analisaram os seguintes determinantes potenciais: tamanho da empresa, Governança Corporativa, lucratividade, alavancagem, risco, crescimento do lucro, investimento, liquidez, assimetria de informação e retorno sobre os ativos. O método utilizado foi o *Tobit* dada a natureza dos dados dos dividendos e o Método de Momentos Generalizado para o controle dos regressores endógenos. Os achados indicaram que o tamanho, o retorno sobre os ativos, a liquidez e o crescimento do lucro das companhias estão associados com uma maior probabilidade das companhias estudadas distribuírem dividendos, enquanto a alavancagem e o risco apresentaram um efeito contrário.

Rodrigues (2015) realizou uma investigação empírica com o objetivo de verificar se as empresas brasileiras abertas usam as políticas de dividendos para amenizar os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários e se a boa qualidade da Governança Corporativa aumenta a proteção dos acionistas. A amostra do estudo foi composta de 466 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores no período entre 2000 e 2013. Para o alcance do objetivo foram feitos testes econométricos nas variáveis referentes aos conflitos de agência e melhores práticas de Governança Corporativa. Foi utilizado método *Tobit* para as estimações. Os resultados apontaram que as empresas analisadas não usam a política de distribuição de dividendos como meio de diminuir os conflitos de agência, e que as boas práticas de Governança Corporativa não garantem proteção aos acionistas.

Já Souza, Peixoto e Santos (2016) analisaram a relação da qualidade da Governança Corporativa com o pagamento de dividendos de companhias brasileiras não financeiras listadas na bolsa de valores no período entre 2002 e 2013. Os autores levantaram uma hipótese, partindo da Teoria do Pássaro na Mão, de que há uma associação positiva entre a política de dividendos e as práticas de Governança Corporativa das empresas abertas. Foi utilizada uma regressão com dados em painel para o teste da hipótese. Os resultados indicaram que as empresas que tinham uma melhor qualidade de Governança Corporativa também remuneravam

melhor seus acionistas. Esses resultados sugerem que a política de dividendos adotada pelas companhias é influenciada pelas boas práticas de Governança Corporativa.

Por sua vez, Quirós, Sousa e Pereira (2017) analisaram como o pagamento de dividendos de 672 companhias brasileiras abertas não financeiras, no período entre 2006 a 2016, é afetado pelas práticas de Governança Corporativa. Os autores consideraram como variáveis do estudo dividendos por ação, o segmento diferenciado de Governança Corporativa da Bolsa de Valores, a emissão de ADR, a concentração de capital, o tamanho, a alavancagem e o setor dessas empresas. Para verificar o tipo de relação entre estas variáveis com as empresas internacionalizadas e não internacionalizadas foi utilizada a regressão com dados em painel, e, posteriormente comparou-se os dois grupos para verificar as semelhanças e diferenças. Os achados apontaram que, para a amostra estudada, não há associação entre o pagamento de dividendos e as companhias internacionalizadas, pois estas pagam menos dividendos.

Nesse sentido, com base na discussão sobre os fatores que podem influenciar a política de dividendos das companhias, observa-se que é uma decisão importante e peculiar ao contexto de cada empresa, uma vez que está relacionada a aspectos distintos das empresas, o que torna ainda mais relevante aprofundar os estudos sobre o tema.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo discorre sobre a metodologia que foi utilizada para o alcance do objetivo da pesquisa. O capítulo está dividido em três subtítulos: delineamento da pesquisa; universo da pesquisa e amostra e coleta e análise dos dados.

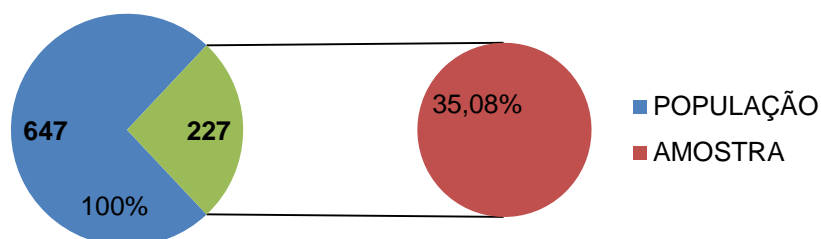
3.1 Delineamento da pesquisa

A presente pesquisa classifica-se como explicativa, pois “tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Esse é o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas” (GIL, 2002, p. 42). A pesquisa também é classificada como quantitativa, que, conforme Lakatos e Marconi (2003) consiste em analisar as características de determinado fenômeno, e descobrir variáveis importantes para determinada questão, bem como a existência de relações pertinentes entre variáveis.

3.2 Universo da Pesquisa e Amostra

A população e a amostra do estudo estão apresentadas na figura 1.

Figura 1: População e Amostra



Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Quanto à população investigada, refere-se a todas as empresas brasileiras abertas ativas que negociaram suas ações na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no ano de 2016, sendo 647 companhias. Para a composição da amostra foram retiradas 99 empresas financeiras, 59 inativas e 16 que não disponibilizaram os dados necessários às análises. Foram excluídas 241 empresas que não pagaram

dividendos em 2016 e ainda mais 5 empresas caracterizadas como *outliers*– em foram excluídas as empresas que tiveram o valor de Dividendos por Ação duas vezes maior que o desvio padrão. Dessa forma, a amostra foi composta por 227 companhias, representando 35,08% da população. É importante ressaltar que as empresas financeiras foram retiradas da amostra por apresentarem particularidades em suas demonstrações contábeis, impossibilitando assim a comparação com as outras empresas listadas na B3.

3.3 Coleta e Análise dos Dados

Os dados foram coletados no período de março a abril de 2018 a partir dos Formulários de Referência das empresas listadas na B3 no ano de 2016, que estão disponíveis no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e na base de dados Economatica[®]. Foi realizada uma análise documental nos Formulários de Referência para a obtenção dos dados referentes às variáveis que compõem o Índice de Qualidade da Governança Corporativa. Já os dados referentes aos dividendos por ação e as variáveis de controle foram coletados na base de dados Economatica[®]. É importante destacar que os Formulários de Referência sempre são divulgados no ano subsequente ao exercício financeiro.

A qualidade da Governança Corporativa foi mensurada por meio do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Para composição do IQGC foram selecionadas 7 (sete) dimensões de Governança Corporativa, em que 6 (seis) dimensões são compostas por 3 (três) variáveis cada, formando 18 (dezoito) variáveis, e 1 (uma) dimensão possui apenas 2 (duas) variáveis, totalizando assim 20 (vinte) variáveis *proxies* relacionadas à governança, que foram utilizadas para a construção do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Todas elas são variáveis binárias (*dummies*) que indicam a presença (1) ou ausência (0) de cada variável em cada uma das empresas analisadas, semelhante ao procedimento aplicado por Silva e Martins (2015) e Correia, Silva e Martins (2016).

A definição das dimensões e das variáveis que compõem o IQGC está apresentada na tabela 1.

Tabela 1: Definição das dimensões e variáveis de Governança Corporativa

Dimensão	Variável	Definição
Conselho de Administração	Tamanho	Conselho formado por 5 (cinco) a 9 (nove) membros recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Independência	Conselho com pelo menos 20% dos membros sendo independentes recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Chairman / CEO	Conselho cujo presidente é o CEO recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Estrutura de Propriedade	Ações ON	Empresa que emitia apenas ação ordinária recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Participação do Controlador	Empresa em que os controladores possuíam menos que 50% das ações com direito ao voto recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Fluxo de Caixa / Controle	Empresa em que a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias foi maior ou igual a 1 (um) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Incentivo aos Administradores	Participação nos Lucros	Empresa que mantinha programa de participação dos administradores nos lucros das empresas recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Opções	Empresa que possuía plano de incentivo na forma de opções de compra de ações recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Bônus	Empresa que possuía plano de incentivo na forma de bônus recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Disclosure	Relatórios no Prazo	Empresa que produzia relatórios financeiros anuais até a data requerida recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Demonstrativos Adicionais	Empresa que divulgou Balanço Social, Relatório Integrado ou demonstrativo não obrigatório recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Auditoria Líder	Empresa que faz uso de auditoria dos líderes de auditoria (<i>big four</i>) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Relação com Investidores	<i>Poison Pills</i>	Empresa que adotou medidas anti- <i>takeover</i> recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	<i>Tag Along</i>	Empresa que concedeu <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	<i>Free Float</i>	Empresa em que o <i>free float</i> foi maior ou igual a 25% recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Comitê de Auditoria	Comitê de Auditoria	Empresa que possuía comitê de auditoria recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Supervisão	Empresa que supervisionava a auditoria interna e os procedimentos de contabilidade recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Composição	Empresa em que o comitê de auditoria era composto em sua maioria por membros independentes recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Assimetria de Informação	Emissão de ADR	Empresa que emitia ADR recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Governança Diferenciada	Empresa listada em nível diferenciado de governança da BM&FBOVESPA (N1, N2 ou Novo Mercado) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).

Fonte: Adaptado de Silva e Martins (2015) e Correia, Silva e Martins (2016).

Para a análise do Índice de Qualidade da Governança Corporativa foi calculada a soma de todas as empresas estudadas, bem como as quantidades de questões respondidas positivamente de cada uma das vinte variáveis que compõem

o índice. Assim, foram obtidas as somas de cada uma das vinte variáveis que compõem o IQGC. O critério de definição da qualidade da Governança Corporativa foi baseado nos estudos de Silva e Martins (2015) e Correia Silva e Martins (2016), em que as companhias que atendem ao maior número de questões do Índice de Qualidade da Governança Corporativa são as que têm uma melhor qualidade da Governança Corporativa.

Foram calculadas também as estatísticas descritivas dos dividendos por ação, do IQGC e das variáveis de controle, que são compostas de: média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão e, posteriormente, foi feita a análise de correlação de *Pearson* para as variáveis do estudo.

Para analisar os efeitos da governança corporativa sobre o pagamento de dividendos utilizou-se uma regressão *cross section* (corte transversal) simples e uma regressão múltipla, sendo que esta foi estimada com um modelo robusto por Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), por meio do programa estatístico *Stata*.

A regressão simples utilizada está representada abaixo:

$$DPA_i = \beta_0 + \beta_1 IQGC_i + \varepsilon_i$$

Sendo:

DPA_i = Dividendos por Ação;

$IQGC_i$ = Índice de Qualidade da Governança Corporativa;

β_k = coeficientes da regressão;

ε_i = termo de erro aleatório.

i = representa a i -ésima empresa.

A regressão múltipla com dados em *cross section* é baseada nas pesquisas de Souza, Peixoto e Santos (2016) e Quirós, Sousa e Pereira (2017), a qual está representada pela seguinte equação:

$$DPA_i = \beta_0 + \beta_1 IQGC_i + \beta_2 AON_i + \beta_3 COC_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 ALV_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 SET_i + \beta_8 MTB_i + \beta_9 Beta_i + \varepsilon_i$$

DPA_i = Dividendos por Ação;

$IQGC_i$ = Índice de Qualidade da Governança Corporativa;

AON_i = Ações Ordinárias;
 COC_i = Concentração de Capital;
 TAM_i = Tamanho da empresa;
 ALV_i = Alavancagem;
 ROA_i = Rentabilidade;
 SET_i = Setor;
 MTB_i = *Market-to-book*;
 $Beta_i$ = Risco sistemático;
 β_k = coeficientes da regressão;
 ε_i = termo de erro aleatório;
 i = representa a i -ésima empresa.

A descrição das variáveis que serão utilizadas no estudo estão apresentadas a seguir no quadro 1:

Quadro 1: Descrição das variáveis

Sigla	Nome	Fórmula	Sinal Esperado	Autor
DPA	Dividendos Por Ação	Valor pago por cada ação.		Rodrigues (2015).
IQGC	Índice de Qualidade da Governança Corporativa	Somatório da pontuação obtida das variáveis descritas na tabela 1.	(+)	Jiraporn, Kim e Kim (2011); Souza, Peixoto e Santos (2016).
AON	Quantidade de Ações Ordinárias	Quantidade de Ações Ordinárias sobre a quantidade total de ações.	(+)	Correia, Louvet e Amaral (2011).
COC	Concentração de Capital	Quantidade de ações no poder do acionista controlador.	(-)	Correia, Louvet e Amaral (2011).
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo Natural do Ativo Total.	(+)	Rodrigues (2015).
ALV	Alavancagem	Endividamento: Passivo Total / Patrimônio Líquido	(-)	Jiraporn, Kim e Kim (2011).

(Continua...)

(Continuação)

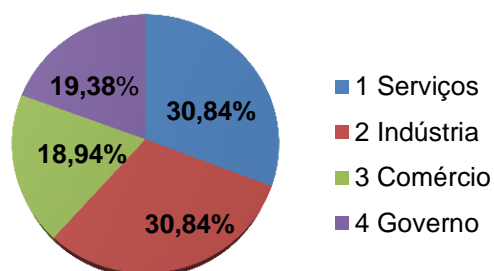
Sigla	Nome	Fórmula	Sinal Esperado	Autor
ROA	Rentabilidade (Retorno sobre os ativos).	Resultado Operacional / Ativo Total.	(+)	Lintner (1956).
SET	Setor	Classificação dos setores.	Indeterminado	Forti, Peixoto e Alves (2015).
MTB	<i>Market-to-book</i>	Valor de mercado ajustado dividido pelo valor contábil da empresa.	(+)	Lintner (1956).
BETA	Beta	Risco sistemático.	(-)	Forti, Peixoto e Alves (2015).

Fonte: Adaptado de Souza, Peixoto e Santos (2016) e Quirós, Sousa e Pereira (2017).

Na construção deste modelo considerou-se como variável dependente a variável Dividendos por Ação, que foi calculada pelo montante em reais distribuído por cada ação aos acionistas das empresas de acordo com os resultados gerados do exercício. Para as variáveis independentes foram consideradas o IQGC e as variáveis de controle, as quais estão baseadas em estudos anteriores.

Para fins metodológicos de análises dos dados foi adotada a divisão das companhias em setores de atuação no mercado, os quais estão assim descritos: Serviços, Indústria, Comércio e Governo. Essa divisão foi feita a partir da classificação utilizada na base de dados Economatica[®], sendo assim esta uma reclassificação. A figura 2 apresenta a distribuição de empresas por Setor Econômico.

Figura 2: Quantidade de empresas por Setor Econômico



Nota: Quantidade da amostra: 227 empresas.
Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A amostra é composta por 70 empresas que pertencem ao Setor de Serviços e por 70 companhias industriais, compondo cada um destes setores 30,84% da amostra total. Já 44 empresas são de propriedade do Governo, representando 19,38% da amostra, seguido de 43 empresas comerciais, representando 18,94% da amostra total.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentadas as descrições dos dados referentes às análises do IQGC, as estatísticas descritivas das variáveis, a matriz de correlação, a regressão simples e a regressão múltipla.

4.1 Análise do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)

Na tabela 2 estão apresentadas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Conselho de Administração.

Tabela 2: Média das empresas na dimensão Conselho de Administração

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Tamanho do Conselho	179	78,85
	Independência do Conselho	121	53,30
	<i>Chairman/CEO</i>	39	17,18

Fonte: Dados da pesquisa, 2016.

A variável Tamanho do Conselho de Administração apresentou um maior número de respostas positivas nesta dimensão, com um percentual de 78,85%, o que nos mostra que a maior parte das companhias estudadas possuem um Conselho de Administração composto de 5 a 11 membros, porém em apenas 53,3% das companhias investigadas ao menos 20% desses conselheiros são independentes. Por sua vez, quanto ao cargo de CEO e *Chairman* serem exercidos por pessoas diferentes, isso aconteceu em apenas 39 empresas, sendo esta a variável com menos respostas positivas desta dimensão. Verificou-se que as empresas obtiveram uma boa qualidade da Governança Corporativa nesta dimensão, visto que apesar de apresentarem uma média baixa na variável que diz respeito aos cargos de CEO e *Chairman* serem exercidos por pessoas diferentes, as companhias obtiveram boas médias nas variáveis tamanho e independência do Conselho de Administração.

Na tabela 3 estão expostas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Estrutura de Propriedade.

Tabela 3: Média das empresas na dimensão Estrutura de Propriedade

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE	Ações ON	149	65,64
	Participação do Controlador	71	31,28
	Fluxo de Caixa/Controle	62	27,31

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Quanto à dimensão Estrutura de Propriedade verificou-se que 65,64% das companhias estudadas emitem apenas ações ordinárias, porém em apenas 31,28% das empresas da amostra o acionista majoritário possui menos de 50% das ações com poder de voto. Isso pode não ser bom para a empresa, pois segundo Silveira (2002) uma forte concentração de poder de voto nas mãos do acionista controlador pode causar conflitos de interesses entre este e os acionistas minoritários. Constatou-se que nesta dimensão as companhias só responderam positivamente a maior parte das questões de uma das variáveis.

Na tabela 4 estão apresentadas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Incentivo aos Administradores.

Tabela 4: Média das empresas na dimensão Incentivo aos Administradores

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
INCENTIVO AOS ADMINISTRADORES	Participação nos Lucros	82	36,12
	Opções de Compras de Ações	82	36,12
	Bônus	91	40,09

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Na dimensão Incentivo aos Administradores verificou-se que 40,09%, ou seja, menos da metade das companhias investigadas, possuem um programa de bônus e que apenas 36,12% das empresas estudadas têm programas de participação nos lucros, bem como de opções de compras de ações para incentivo de seus administradores. Esses resultados nos mostram que os administradores destas companhias ainda estão sendo pouco incentivados com programas de remuneração extra, o que indica que as companhias obtiveram uma baixa qualidade da Governança Corporativa nesta dimensão.

Na tabela 5 estão expostas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão *Disclosure*.

Tabela 5: Média das empresas na dimensão *Disclosure*

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
DISCLOSURE	Relatórios no Prazo	207	91,19
	Demonstrativos Adicionais	30	13,21
	Auditoria Líder	171	75,33

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Acerca da dimensão *Disclosure*, a variável entrega de relatórios no prazo foi a que apresentou a maior média, dentre todas as variáveis do IQGC, sendo atendida por 91,19% das empresas da amostra, o que significa que estas companhias emitem relatórios financeiros no prazo à CVM. A variável Auditoria Líder também merece destaque, pois cerca de 75,33% das companhias investigadas são auditadas por uma das *Big Four* (quatro maiores empresas de auditoria independente). Por outro lado, apenas 13,21% das companhias estudadas emitem demonstrativos adicionais, que são os relatórios que elas não são obrigadas a emitir, como exemplo o balanço social e o relatório integrado. Observou-se que nesta dimensão as companhias obtiveram médias altas nas variáveis entrega de relatórios no prazo e Auditoria Líder, o que sugere que as companhias estão apenas cumprindo obrigações legais.

Na tabela 6 estão apresentadas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Relações com os Investidores.

Tabela 6: Média das empresas na dimensão Relação com os Investidores

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
RELAÇÃO COM OS INVESTIDORES	<i>Poison Pills</i>	154	67,84
	<i>Tag Along</i>	32	14,10
	<i>Free Float</i>	36	15,86

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Na dimensão Relação com Investidores observou-se que a variável com maior destaque foi a *poison pills*, que são as medidas defensivas contra a tomada de controle, atingindo cerca de 67,84% das companhias estudadas, o que significa que

essas empresas adotaram medidas *anti-takeover* como meio de proteger seus investidores. Porém, a variável *free float* obteve um número pequeno de respostas positivas, com apenas 15,86% das empresas investigadas, isso nos mostra que poucas companhias da amostra possuem cerca de 25% de suas ações livres no mercado. E, ainda a variável *tag along*, que são as medidas de proteção aos detentores de ações preferenciais, está presente em apenas 14,10% das companhias do estudo. Assim, nesta dimensão as companhias só responderam positivamente a maioria das questões de apenas uma das três variáveis. Na tabela 7 estão apresentadas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Comitê de Auditoria.

Tabela 7: Média das empresas na dimensão Comitê de Auditoria

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
COMITÊ DE AUDITORIA	Possui Comitê	93	40,97
	Supervisão	37	16,30
	Composição	32	14,10

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Na dimensão Comitê de Auditoria verificou-se que 40,97% das companhias estudadas possuem comitê de auditoria, porém apenas 16,30% das empresas investigadas supervisionam o trabalho executado pela auditoria interna e somente em 14,10% das empresas da amostra este comitê é formado por maioria independente. Esses resultados indicam que a quantidade de empresas que possuem auditoria interna ainda é pequena em relação ao total da amostra, o que pode ser explicado pelas empresas não serem obrigadas legalmente a constituírem Comitê de Auditoria. Isso nos mostra que nesta dimensão as companhias estudadas apresentam uma baixa qualidade da Governança Corporativa.

Na tabela 8 estão expostas a distribuição relativa e absoluta das respostas das companhias em cada uma das variáveis da dimensão Assimetria de Informação.

Tabela 8: Média das empresas na dimensão Assimetria de Informação

DIMENSÃO	VARIÁVEL	RESPOSTAS POSITIVAS	%
ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO	Emissão de ADR	32	14,10
	Governança Corporativa diferenciada	135	59,47

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Na dimensão Assimetria de Informação verificou-se que mais da metade das empresas estudadas aderiram a um dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), o que significa que essas companhias estão buscando melhorar a qualidade da Governança Corporativa. Nesse sentido, conforme o estudo realizado por Correia, Silva e Martins (2016) as empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa têm melhores práticas de Governança Corporativa. Por outro lado, apenas 14,10% da amostra estudada emite ações em bolsas estrangeiras.

No geral, os resultados da análise do Índice da Qualidade da Governança Corporativa mostraram que a maioria das companhias estudadas possui um bom tamanho do Conselho de Administração, bem como independência de 20% de seus membros, emitem ações ordinárias, adotam medidas *anti-takeover* para proteção de seus investidores, envia relatórios financeiros no prazo à CVM, são auditadas por uma das *Big Four* e está listada em algum dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores.

Por outro lado, na maioria das companhias da amostra os cargos de CEO e *Chairman* são exercidos pela mesma pessoa, o acionista majoritário possui mais de 50% das ações com direito a voto, obtendo assim o poder de controle da companhia. A maioria das empresas também não incentiva seus administradores com programas de participação nos lucros, bônus e opções de compras de ações. Ainda observou-se que a maior parte das companhias emite apenas relatórios obrigatórios, não possuem *tag along* para detentores de ações preferenciais, têm menos de 25% de ações em circulação e emite apenas ações na Bolsa de Valores brasileira. Por fim, menos da metade das companhias possui comitê de auditoria interna, o que pode estar atribuído a não obrigatoriedade da legislação.

4.2 Análise descritiva das variáveis do estudo

Na tabela 9 está apresentada a análise descritiva das variáveis estudadas, a qual está composta do número de observações, média, desvio padrão, mínimo e máximo.

Diante das estatísticas descritivas observou-se que o valor máximo do Pagamento de Dividendos por Ação é R\$ 3,7041, com uma média de R\$ 0,3725. Diante desses resultados observou-se que o valor pago de Dividendos por Ação das companhias investigadas é assimétrico.

A média geral do IQGC das empresas foi de 8,0396 questões respondidas de forma positiva de um total de vinte questões.

No que diz respeito ao número de Ações Ordinárias, com direito a voto, verificou-se que em média 80% das ações dessas companhias são ordinárias e que cerca de 2,17% dessas ações, em média, estão nas mãos dos acionistas controladores.

Tabela 9: Estatísticas descritivas das variáveis

VARIÁVEL	Nº DE OBS.	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
DPA	227	0,3725	0,6378	0	3,7041
IQGC	227	8,0396	3,2017	1	15
AON	225	80,1773	2,8197	33,3331	100
COC	226	2,1702	22,0094	0,0509	329,7773
TAM	227	6,3988	0,8887	3,3818	8,9199
ALV	227	264,2797	1233,178	-2180,204	16599,06
ROA	227	-0,4161	22,3679	-95,7022	221,7251
MTB	192	1,6199	2,6704	-6,5109	21,3837
BETA	191	0,8011	0,966	-1,2469	5,6479

Legenda: Nº de Obs: Número de Observações; DPA: Dividendos por Ação; IQGC: Índice de Qualidade da Governança Corporativa; AON: Ações Ordinárias; COC: Concentração de Capital; TAM: Tamanho da empresa; ALV: Alavancagem; ROA: Retorno sobre o Ativo; MTB: *Market-to-Book*; Beta: Risco sistemático.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A variável Tamanho da empresa apresentou equilíbrio na variação entre um mínimo de 3,3818 e máximo de 8,9199, com uma média de 6,3988. Isso significa que no geral os tamanhos das companhias da amostra estudada não são tão discrepantes e que a média não se distancia tanto do máximo.

Já na variável *Market-to-Book* verificou-se uma variação assimétrica, sendo a média de 1,6199.

No Risco sistemático, mensurado pelo beta da empresa, observou-se uma média de 0,8011, porém um máximo positivo de 5,6479. Isso nos mostra que existe uma assimetria entre os valores do risco dessas companhias.

No geral, observou-se que o valor de dividendos pagos pelas companhias estudadas varia de forma assimétrica e constatou-se, ainda, que em média as empresas da amostra apresentaram uma média de 8,0396 de questões respondidas positivamente do IQGC.

4.3 Correlação entre as variáveis do estudo

Na tabela 10 está exposta a correlação de *Pearson* para as variáveis estudadas ao nível de significância de 5%.

Tabela 10: Correlação de *Pearson* para as variáveis do estudo

VARIÁVEL	DPA	IQGC	AON	COC	TAM	ALV	ROA	MTB	BETA
DPA	1								
IQGC	0,1432*	1							
AON	-0,0181	0,3371*	1						
COC	-0,0465	-0,1168	0,0559	1					
TAM	0,2289*	0,5675*	0,0556	-0,1741*	1				
ALV	-0,0037	0,1027	0,0721	-0,0086	0,0565	1			
ROA	0,2100*	0,1679*	0,0924	-0,2084*	0,1991*	0,0017	1		
MTB	0,4127*	0,1441*	0,2025*	0,0327	0,1538*	0,2527*	0,1458*	1	
BETA	-0,1316	0,0819	0,0324	-0,0128	0,1347	-0,0289	0,0148	-0,1418	1

Nível de significância= 0,05.

Legenda: DPA: Dividendos por Ação; IQGC: Índice de Qualidade da Governança Corporativa; AON: Ações Ordinárias; COC: Concentração de Capital; TAM: Tamanho da empresa; ALV: Alavancagem; ROA: Retorno sobre os Ativos; MTB: *Market-to-Book*; Beta: Risco sistemático.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Diante dos resultados expostos, observa-se a existência de uma correlação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre o IQGC e os Dividendos por Ação, chegando a 0,1432.

As variáveis de controle Tamanho da empresa, Retorno sobre os Ativos e *Market-to-Book* também apresentaram correlação significativa com a variável Dividendos por Ação. Destaca-se a variável *Market-to-Book*, que chegou a 0,4127.

Quanto à variável Tamanho da empresa, também verificou-se uma correlação significativa com os Dividendos por Ação, sendo esta de 0,2289. Quanto à variável Retorno sobre os Ativos, observou-se uma correlação positiva de 0,2100. Por outro lado, as variáveis Quantidade de Ações Ordinárias, Concentração de Capital, Alavancagem e Risco sistemático não apresentaram correlação significativa com os Dividendos por Ação.

O IQGC apresentou uma correlação significativa com a Quantidade de Ações Ordinárias, sendo de 0,3371 e o Retorno sobre os Ativos e o *Market-to-Book* também apresentaram relação significativa com o IQGC, sendo o Retorno sobre os Ativos de 0,1679 e do *Market-to-Book* de 0,1441. O *Market-to-Book* a Quantidade de Ações Ordinárias também mostraram correlação significativa, sendo esta de 0,20225. O Tamanho da empresa, a Alavancagem e o Retorno sobre os Ativos também estão positivamente correlacionadas com o *Market-to-Book*. Ainda observou-se que o Retorno sobre os Ativos também apresentou uma correlação positiva de 0,1991 com o Tamanho da empresa.

A correlação mais negativa foi expressa pela Concentração de Capital com o Retorno sobre os Ativos, sendo de -0,2084. Outra correlação negativa foi encontrada entre a Concentração de Capital e o Tamanho da empresa, sendo de -0,1741.

Os resultados desse teste de correlação apontam que os Dividendos por Ação apresentam uma correlação significativa com o IQGC e com as variáveis de controle Tamanho da empresa, Retorno sobre os Ativos e *Market-to-Book*.

4.4 Efeitos do IQGC sobre o pagamento de dividendos

Para investigar o impacto da Governança Corporativa sobre o pagamento dos dividendos inicialmente foi feita a regressão simples, conforme apresentada na tabela 11.

Tabela 11: Regressão Simples de Dividendos por Ação e IQGC

DPA	β	Erro	t	p-valor	Nº Obs	Estatística F	Prob> F	R ²	R ² ajustado
IQGC	0,0285	0,1314	2,17	0,031	227	(1, 225)	0,031	0,0205	0,0162
Const	0,143	0,1137	1,26	0,021		4,71			

Legenda: DPA: Dividendos por Ação; IQGC: Índice de Qualidade da Governança Corporativa; Const: Constante; Nº Obs: Número de Observações.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Os resultados da regressão simples apresentados na tabela 11 apontaram que o IQGC apresentou um sinal positivo em relação aos Dividendos por Ação. Verificou-se também que esta relação é significativa ao nível de significância de 5%. Esses achados indicam que quanto melhor é a qualidade da Governança Corporativa maior é a distribuição dos dividendos por ação aos acionistas. Esses achados corroboram com os resultados do estudo realizado por Jiraporn, Kim e Kim (2011) que apresentou e Souza, Peixoto e Santos (2016), os quais apresentaram um p -valor de 0,03, em que eles observaram que as empresas que tinham uma melhor qualidade da Governança Corporativa distribuíam mais dividendos que as companhias que tinham uma governança fraca.

Diante desses resultados pode-se afirmar que a Governança Corporativa é um mecanismo relevante para a tomada de decisão não somente dos gestores, mas também de acionistas, pois as empresas que possuem boas práticas de Governança Corporativa tendem a remunerar melhor seus investidores. Assim, a Governança Corporativa deve ser levada em consideração no momento da escolha de um investimento em ações de companhias abertas.

4.5 Análise da regressão múltipla para as variáveis do estudo

Também para analisar o impacto da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos foi estimada uma regressão múltipla, incluindo as variáveis de controle definidas com base na revisão de literatura, utilizando uma estimação robusta com os Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), cujos resultados são apresentados na tabela 12.

Tabela 12: Regressão Múltipla de Dividendos por Ação e IQGC

DPA	β	Erro	t	p – valor
IQGC	0,0032	0,0223	0,14	0,885
AON	-0,0015	0,0016	-0,92	0,361
COC	-0,0193	0,0142	-1,36	0,176
TAM	0,0768	0,0549	1,40	0,164
ALV	-0,0000	0,0000	-1,88	0,16 [^]
ROA	0,0030	0,0017	1,68	0,09
MTB	0,0935	0,0295	3,17	0,002
BETA	-0,0632	0,0308	-2,05	0,042
Setor 1	0,0316	0,1398	0,23	0,821
Setor 2	-0,1094	0,1428	-0,77	0,445
Setor 3	0	(omitido)		
Setor 4	-0,0645	0,1544	-0,42	0,677
Const	-0,0786	0,3554	-0,22	0,825

Número de Observações: 171 Estatística F(11, 159): 3,79

R²: 0,2764 Prob> F: 0,0001

Legenda: DPA: Dividendos por Ação; IQGC: Índice de Qualidade de Governança Corporativa; AON: Ações Ordinárias; COC: Concentração de Capital; TAM: Tamanho da empresa; ALV: Alavancagem; ROA: Retorno sobre os Ativos; MTB: *Market-to-Book*; Beta: Risco sistemático; Setor 1: Serviços; Setor 2: Indústria; Setor 3: Comércio; Setor 4: Governo.

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

Ao analisar a tabela 12 observou-se que ao utilizar um modelo robusto de regressão por MQG, com a presença das variáveis de controle, o IQGC continua apresentando uma relação positiva com os Dividendos por Ação, apesar de perder significância estatística.

Observou-se que as empresas que têm um maior *Market-to-Book*, que é o valor do produto do valor de mercado ajustado pelo valor contábil, tendem a distribuir mais seus lucros na forma de dividendos aos seus acionistas. Constatou-se também que as companhias que têm menor risco distribuem mais dividendos. Dentre as variáveis de controle, as variáveis *Market-to-Book* e o Risco sistemático foram as únicas variáveis que apresentaram uma relação estatisticamente significativa com os Dividendos por Ação ao nível de significância de 5%.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar quais os efeitos da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos das empresas brasileiras abertas listadas na B3. Os resultados indicam que a Governança Corporativa tem efeitos positivos sobre o pagamento dos dividendos, visto que as companhias que apresentaram uma melhor qualidade da Governança Corporativa distribuem mais dividendos aos seus acionistas.

Ao analisar o Índice de Qualidade de Governança Corporativa, verificou-se que no geral a variável que merece destaque é a entrega de relatórios financeiros no prazo à CVM, tendo a maior quantidade de questões respondidas de forma positiva, o que pode ser justificado pela obrigatoriedade imposta pela legislação.

Quanto à análise descritiva das variáveis do estudo, constatou-se que, no geral, as companhias investigadas obtiveram uma média do IQGC de 8,0396. No que diz respeito aos Dividendos por Ação, observou-se que há uma assimetria entre os valores de dividendos pagos pelas companhias. A correlação de *Pearson* foi significativa ao nível de 5% entre o IQGC e os Dividendos por Ação.

Ao verificar a relação do IQGC com os Dividendos por Ação, por meio de uma regressão simples, constatou-se que o IQGC exerce influência sobre o pagamento dos Dividendos por Ação, apresentando uma relação positiva. Isso nos mostra que conforme as companhias estudadas adotam melhores práticas de Governança Corporativa, estas também distribuem mais dividendos.

Já para a análise do modelo da regressão múltipla com dados em *cross section*, em que foi utilizado o modelo robusto dos Mínimos Quadrados Generalizados, considerando as variáveis de controle, não foi encontrada significância estatística entre o IQGC e os Dividendos por Ação.

As contribuições deste trabalho podem ser atribuídas à literatura de finanças corporativas, destacando-se a utilização do Índice da Qualidade da Governança Corporativa, o qual ainda não tinha sido usado para verificar os efeitos da Governança Corporativa sobre o pagamento de dividendos de companhias abertas. Além disso, são atribuídas ao processo de tomada de decisão quanto ao investimento em ações de companhias abertas, já que a qualidade Governança Corporativa precisa ser considerada nesse processo.

No que diz respeito às limitações desse estudo, ressalta-se que esses resultados não podem ser generalizados, devido à quantidade restrita de observações, visto que a amostra não foi selecionada aleatoriamente, mas foi por conveniência. Além disso, o estudo é observacional e foi analisado apenas um ano.

Como sugestões de pesquisas futuras, sugere-se testar outro índice para a mensuração da qualidade da Governança Corporativa, utilizar o *payout* como parâmetro para distribuição de dividendos e expandir o estudo por um período mais extenso.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Comparativo dos segmentos de listagem**, 2018.
Disponível

em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/> Acesso em: Acesso em: 24 fev. 2018.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 21 fev. 2018.

_____. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº6.404 e na Lei nº6.385. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31out. 2001. Disponível

em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 21 fev. 2018.

_____. Lei nº 3. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Lei da CVM; Lei da Comissão de Valores Mobiliários; Lei do Mercado de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 27 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6385-7-dezembro-1976-357234-norma-pl.html>>. Acesso em: 08 mar. 2018.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças-USP**, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr., 2011.

CORREIA, T. S., MARTINS, O. S.; SILVA, M. N. F. Qualidade da Governança Corporativa das Empresas no Mercado Brasileiro de Capitais. **Revista Contexto**, v. 16, n. 33, p. 4-19, maio/ago., 2016.

ELTON, E.; GRUBER, M. Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect. **Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 1, p. 68-74, Feb.,1970.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas. 2002.

GORDON, M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105,May, 1959.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2009. Disponível em:<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>> Acesso em: 06 mar. 2018.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 34, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIRAPORN, P., KIM, J. C.; KIM, Y. S. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An empirical Investigation. **Financial Review**, v. 46, n. 2,p. 251-279, 2011.

LAKATOS, E. M; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **The American Economics Review**, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, v. 46, n.2, p. 97 -113,may, 1956.

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

OECD, **Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, Paris, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>> Acesso em: 24 fev. 2018.

QUIRÓS, D. D. C.; SOUSA, V. H. T. F.; PEREIRA, V. S. Efeitos da Governança Corporativa sobre a Distribuição de Dividendos de Empresas Brasileiras Internacionalizadas e não Internacionalizadas no Mercado de Capitais. In: Seminários em Administração, 20, 2017, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2017. Disponível em: <login.semead.com.br/20semead/anais/resumo.php?cod_trabalho=495>. Acesso em: 22 fev. 2018.

RIBEIRO, M. A.; DIAS FILHO, J. M.; CARVALHO JÚNIOR, C. V. O.; ALMEIDA, C. S. L.; SANTOS, E.; B. Um Estudo sobre a Associação entre Práticas de Governança Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil. In: Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 20, 2013, Resende. **Anais...** Resende: SEGET, 2013. Disponível em: <<https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos13/2121892>>. Acesso em: 22 fev. 2018.

RODRIGUES, R. L. Teoria da Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto. 2015. 92 f. **Dissertação** (Mestrado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. 2015.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas. 2014.

SHARPE, W. F. A simplified model for portfolio analysis. **Management Science**, v. 9, n. 2, p. 277-293, Jan., 1963.

SILVA, C. C. S; MARTINS, O. S. Valor e Práticas de Governança Corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 26-41, maio/ago., 2015.

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 2002. 165 f. **Dissertação** (Mestrado em Administração de empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SOUZA, D. H.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Journal Advance in Scientific And Applied Accounting**, v. 9, n 1, p. 58-79, jan./abr., 2016.

STEPHEN, A. R; RANDOLPH, W. W.; JEFFREY, J.; ROBERTO, L. **Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

UNITED STATES OF AMERICA. Lei nº 107-204, de 30 de julho de 2002. **Lei Sarbanes-Oxley**. Disponível em: <http://www.fraudes.org/docs/texto_sox2002>. Acesso em: 08 mar. 2018.



Universidade Federal da Paraíba
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Finanças e Contabilidade
Curso de Ciências Contábeis
Comissão de TCC



FORMULÁRIO IX

DECLARAÇÃO DE AUTENTICIDADE

Por este termo, eu, abaixo assinado, assumo a responsabilidade de autoria do conteúdo do referido Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 estando ciente das sanções legais previstas referentes ao plágio. Portanto, ficam a Instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, pela veracidade e originalidade desta obra.

Autor(a): Maria Natalice Franceline da Silva

AUTORIZAÇÃO PARA DEPÓSITO DA MONOGRAFIA

Eu, Professor Moisés Araújo Almeida, autorizo o depósito da monografia da aluna Maria Natalice Francelino da Silva, matrícula 11317759. A apresentação do trabalho irá ocorrer no semestre 2017.2, com data a ser divulgada pela Comissão do TCC do curso de Ciências Contábeis.

João Pessoa, 18 de junho de 2018.

Professor(a): Moisés Araújo Almeida