



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 1, Jan./Jun., 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 30.01.2025. Revisado por pares em: 10.09.2025. Reformulado em: 08.10.2025. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n1ID38999

Governança corporativa e distribuição de dividendos: evidências do mercado acionário brasileiro

Corporate governance and dividend distribution: evidence from the Brazilian Stock Market

Gobernanza corporativa y distribución de dividendos: evidencia del Mercado Bursátil Brasileño

Autores

João Eduardo Ribeiro

Doutor em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD/FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901. Tel.: (31) 3409-7049.

Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6969-6972>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6348617569538272>

E-mail: joaoeduardoribeiro@ufmg.br

Antônio Artur de Souza

Ph.D. em Management Science pela Universidade de Lancaster, na Inglaterra. Professor Titular do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901. Tel.: (31) 3409-7049. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4725-0758>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0597505816212353>

E-mail: antonioarturdesouza@gmail.com

Letícia Drummond Rezende

Doutora em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD/FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901. Tel.: (31) 3409-7049. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1800-3459>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8084815567446370>

E-mail: letsdr@yahoo.com.br

Eduardo Amat Silva

Doutor em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD/FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901. Tel.: (31) 3409-7049. Identificadores (ID):
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6015-9940>
Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3097299495120493>
E-mail: eduardo.amat@gmail.com

(Artigo apresentado no XIV Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - ADCONT, 2023)

Resumo

Objetivo: Este estudo busca analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, cujas ações são negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2010 e 2020.

Metodologia: Para atingir esse objetivo, foram estimados modelos de regressão utilizando a abordagem de variáveis instrumentais (IV), com uma amostra composta por 118 empresas de 9 setores distintos. Como indicadores de governança, além dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, foram utilizados os índices de Ribeiro e Souza (2023a), que abrangeram os seguintes mecanismos: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além do setor de atuação.

Resultados: A governança corporativa apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa com a distribuição de dividendos em apenas um dos modelos estimados, sendo que nos demais modelos a relação não foi significativa. Além disso, observou-se que o Endividamento e o Risco Sistemático estavam positivamente associados à distribuição de dividendos na maioria das estimativas, enquanto o Tamanho da empresa e a Liquidez Corrente mostraram-se negativamente relacionados.

Contribuições do Estudo: Esses resultados fornecem *insights* valiosos para gestores e investidores interessados em estratégias de investimento e políticas de remuneração de capital nas empresas brasileiras. Adicionalmente, o estudo contribui para a academia ao enriquecer o debate sobre a governança corporativa e sua influência em diferentes dimensões da gestão empresarial.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Teoria da Agência; Distribuição de Dividendos.

Abstract

Purpose: The study aims to analyze the influence of corporate governance quality on dividend distribution among non-financial Brazilian companies, with shares traded on the Brasil Bolsa Balcão (B3) between 2010 and 2020.

Methodology: To achieve this objective, regression models were estimated using the instrumental variables (IV) approach, with a sample composed of 118 companies from 9 different sectors. As governance indicators, in addition to B3's Differentiated Levels of Corporate Governance, the indices developed by Ribeiro and Souza (2023a) were used, covering the following mechanisms: Board of Directors, Ownership and Control Structure, Disclosure and Transparency, Managerial Incentives, and Level of Disclosure, as well as the sector of operation.

Results: Corporate governance showed a negative and statistically significant relationship with dividend distribution in only one of the estimated models, while no significant relationship was observed in the other models. Additionally, Debt and Systematic Risk were positively associated with dividend distribution in most estimations, whereas Company Size and Current Liquidity were negatively related.

Contributions of the Study: These findings provide valuable insights for managers and investors interested in investment strategies and capital remuneration policies in Brazilian companies. Moreover, the study contributes to academia by enriching the discussion on corporate governance and its influence on various aspects of corporate management.

Keywords: Corporate Governance; Agency Theory; Dividend Distribution.

Resumen

Objetivo: El estudio tiene como objetivo analizar la influencia de la calidad de la gobernanza corporativa en la distribución de dividendos de las empresas brasileñas no financieras, cuyas acciones se negocian en la Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2010 y 2020.

Metodología: Para alcanzar este objetivo, se estimaron modelos de regresión utilizando el enfoque de variables instrumentales (IV), con una muestra compuesta por 118 empresas de 9 sectores distintos. Como indicadores de gobernanza, además de los Niveles Diferenciados de Gobernanza Corporativa de la B3, se utilizaron los índices de Ribeiro y Souza (2023a), que abarcaron los siguientes mecanismos: Consejo de Administración, Estructura de Propiedad y Control, Divulgación y Transparencia, Incentivos a los Directivos y Nivel de Disclosure, además del sector de actuación.

Resultados: La gobernanza corporativa presentó una relación negativa y estadísticamente significativa con la distribución de dividendos en solo uno de los modelos estimados, mientras que en los demás modelos no se observó una relación significativa. Además, se observó que el Endeudamiento y el Riesgo Sistemático estaban positivamente asociados con la distribución de dividendos en la mayoría de las estimaciones, mientras que el Tamaño de la empresa y la Liquidez Corriente mostraron una relación negativa.

Contribuciones del Estudio: Estos hallazgos proporcionan información valiosa para gerentes e inversores interesados en estrategias de inversión y políticas de remuneración de capital en las empresas brasileñas. Además, el estudio contribuye a la academia al enriquecer el debate sobre la gobernanza corporativa y su influencia en diversos aspectos de la gestión empresarial.

Palabras clave: Gobernanza Corporativa; Teoría de la Agencia; Distribución de Dividendos.

1 Introdução

Miller e Modigliani (1961) afirmaram que os dividendos não influenciam o valor do negócio em um mercado sem imperfeições, à exceção dos investimentos realizados pela organização. Nos anos seguintes, os próprios autores contestaram esta ideia, uma vez que desconsiderava variáveis que, na prática, interferem na política de distribuição de dividendos e, consequentemente, no valor da empresa. Para Jensen e Meckling (1976), entre estas variáveis estão os impostos, a teoria da sinalização, o fluxo de caixa, o efeito da clientela e a estrutura de capital.

Posteriormente, essa ideia de variáveis impactando os dividendos foi reforçada pelo estudo de Martins e Famá (2012), que identificou que aquelas de maior influência positiva eram o lucro líquido, o fluxo de caixa, o porte da empresa e o menor endividamento. Por outro lado, Silva et al. (2022) declararam que as oportunidades de investimento e maior concentração de propriedade nas mãos do acionista controlador exerciam uma influência negativa. Para Silva et al. (2017), o dividendo representa a parte do lucro distribuído entre os acionistas, sendo uma forma de remunerá-los pelo capital investido. Em mercados emergentes como o Brasil, a distribuição de lucros representa também uma prática de minimização da assimetria informacional entre gestores e proprietários e entre acionistas majoritários e minoritários.

A política de dividendos também pode se apresentar como um fator atenuante dos conflitos de agência. O artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) propôs a teoria da agência, que trata dos conflitos de interesse entre acionistas e gestores, quando estes últimos procuram maximizar sua própria riqueza. Baseada nessa teoria, Souza et al. (2016) afirmam que as decisões relativas às empresas podem ser enviesadas para o objetivo do gestor, deixando de contribuir para o desempenho geral da firma, refletindo em alterações nos recursos disponíveis para distribuição aos acionistas.

Maury e Pajuste (2002) usaram duas abordagens para explicar também como a política de dividendos atenua os problemas de agência. A primeira (modelo de resultados) considera a política de dividendos como resultado do conflito entre acionistas majoritários e minoritários, e entre administradores (gestor ou agente) e acionistas. A segunda (modelo substituto) argumenta que o oportunismo do gestor pode ser reduzido por meio de políticas de dividendos apropriadas. La Porta et al. (2000b) entenderam que este segundo modelo sugeria que as empresas com os interesses minoritários tentam estabelecer uma reputação pagando dividendos que, segundo Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), reduzem a expropriação dos majoritários sobre eles, minimizando os conflitos.

Nesse contexto, a governança corporativa surge com o objetivo de reduzir essa assimetria informacional e, concomitantemente, os problemas de agência (Silva et al., 2017). Para Aigbovo e Evbayiro-Osagie (2022) os dividendos atuam como um mecanismo de monitoramento das atividades empresariais, pois ao distribuir dividendos, os recursos disponíveis aos gestores são reduzidos, minimizando a possibilidade de uso indevido desses fundos para ganhos pessoais. Assim, Astrilia e Kusmayadi (2025) relatam que a decisão de pagar dividendos torna-se um componente essencial da governança corporativa, com a expectativa de que práticas eficazes de governança influenciem positivamente a distribuição de dividendos.

No Brasil, a governança corporativa tornou-se uma preocupação para entidades, investidores, governos e órgãos reguladores desde o final dos anos 1990, quando essa prática visou alinhar os interesses gerados pelos conflitos de agência entre gestores e proprietários, ganhando notoriedade ao certificar que a empresa seja administrada segundo os interesses dos

investidores (Silva et al., 2017; Silva et al., 2022). Dessa maneira, é de se esperar que a governança corporativa influencie também a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Souza et al. (2016) apontaram que a governança corporativa exerce um impacto positivo no volume de dividendos pagos, isto é, o fato das empresas pertencerem aos mais altos níveis de governança faz com que a distribuição de dividendos seja maior.

As práticas de governança corporativa também podem contribuir para reduzir o risco dos investidores relacionado ao aumento no valor das ações, provocado pelo aumento da liquidez e do volume de negociação (Ribeiro & Souza, 2023a). Segundo Souza et al. (2016), a partir da elevação do valor das ações, poderia haver uma redução em seu custo de capital, o que representaria captar recursos a custos mais baixos, com a probabilidade de maiores retornos sobre os investimentos e maiores dividendos para os acionistas. Entretanto, outros trabalhos como os de Bellato et al. (2006) e Freire et al. (2021) chegaram a evidências contrárias, ao documentarem uma relação negativa entre a qualidade da governança corporativa e os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

Diante desses resultados discordantes, é possível que a qualidade da governança corporativa tenha impactos diversos na política de dividendos, dependendo das características específicas das empresas e do contexto do mercado. Portanto, questiona-se: **quais são os impactos da qualidade da governança corporativa sobre a distribuição de dividendos das empresas brasileiras?** Para responder a essa questão, este estudo buscou analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, cujas ações foram negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) entre 2010 e 2020.

Este estudo justifica-se pela necessidade de investigar se as práticas de governança corporativa auxiliam na política de dividendos, na mitigação dos conflitos de agência e na proteção dos interesses dos acionistas e demais *stakeholders*. Ademais, este estudo inova ao empregar índices de Ribeiro e Souza (2023a) como uma das métricas da qualidade da governança corporativa, considerando os seguintes mecanismos: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além de se basear na literatura empírica sobre o tema.

Dessa forma, o presente estudo tem relevância para gestores interessados na política de distribuição de dividendos de suas empresas, bem como para investidores que demandam a adequada remuneração de seu capital. Ademais, este estudo contribui para a academia ao atualizar a literatura sobre o tema, que, apesar de vasta, não apresenta conclusões uníssonas. A lacuna de pesquisa está na análise mais granular e abrangente dessas variáveis dentro do contexto brasileiro, especialmente considerando um índice robusto de qualidade da governança.

2 Revisão da Literatura

Embora o termo Governança Corporativa tenha sua origem assentada na reflexão em torno da ética nas relações entre a sociedade e o mundo corporativo, seu destaque decorre do desenvolvimento da teoria da agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), na administração das empresas, existe um conflito entre o principal (acionistas) e o agente (gestores), originando a assimetria de informações entre as partes, uma vez que cada uma delas pretende maximizar seus interesses. A teoria da agência trata dos conflitos originados da separação entre propriedade e controle do capital da empresa.

No Brasil, segundo Borges e Serrão (2005), a governança corporativa passou por diversas transformações desde as décadas de 1950/1960. Neste período, as empresas tinham um controle familiar muito participativo, de modo que todas as decisões eram tomadas sob sua jurisdição. Na década de 1970, popularizaram-se os Conselhos de Administração, que tinham

como objetivo orientar as decisões de negócio da empresa, bem como fiscalizar as decisões das diretorias no dia a dia. Ainda na década de 1970, foi aprovada a Lei das Sociedades Anônimas, que dentre suas determinações, estabeleceu a divisão de poderes entre a diretoria e o conselho de administração. Na década de 1980, a difusão de diversos tipos de fundos, como os de pensão e de investimentos, reforçou o papel fiscalizador das Bolsas de Valores, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Conselho de Defesa Econômica (CADE), dentre outros órgãos, fortalecendo os mecanismos de controle e, por conseguinte, a governança.

Nos anos 1990, os processos de privatização e abertura comercial do país incentivaram a participação de investidores na administração das empresas (Borges & Serrão, 2005). No ano de 2000, a B3 criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que consistiram em segmentos especiais de listagem desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A criação desses segmentos diferenciou adequadamente o perfil das empresas negociadas pela bolsa brasileira, cujas premissas prezam por regras de governança corporativa diferenciadas (Ribeiro & Souza, 2022a).

De acordo com Ribeiro e Souza (2022a), as pesquisas que tinham a governança como tema central de estudo cresceram significativamente a partir dos anos 2000, principalmente aquelas voltadas a compreender o impacto da governança corporativa no valor das empresas (Aguiar & Pimentel, 2017; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005; Correia et al., 2011), no desempenho financeiro (Souza et al., 2017) e no custo e na estrutura de capital (Fonseca & Silveira, 2016; Junqueira et al., 2017; Ribeiro & Souza, 2022b).

Concomitantemente, diversos pesquisadores buscaram analisar o impacto da qualidade da governança corporativa e seus mecanismos na política de pagamento de dividendos das empresas brasileiras. Bellato et al. (2006) analisaram a relação entre o excesso do poder de voto que pertence ao acionista controlador e a taxa de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tal, os autores estimaram modelos via métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), efeitos aleatórios e efeitos fixos, para um painel com dados de 153 empresas, no período de 1998 a 2003. Os resultados alcançados evidenciaram a existência de uma relação negativa entre as variáveis, ou seja, o excesso do poder de voto do acionista controlador parece reduzir a taxa de pagamento de dividendos (*dividend yield*) das empresas brasileiras.

Similarmente a Bellato et al. (2006), Santos (2008) analisou como o perfil dos acionistas controladores influencia o percentual do lucro distribuído sob a forma de dividendos aos acionistas. Para isso, o autor utilizou uma amostra de empresas brasileiras com maior liquidez listadas na B3, no período de 2001 a 2006, bem como modelos estimados via MQO. Os resultados documentados mostraram que nas empresas em que os maiores acionistas pertenciam ao conselho de administração, ocorria uma maior distribuição de lucros aos acionistas, ao passo que empresas em que o principal acionista era o governo, havia uma distribuição menor. O autor observou ainda que o percentual do lucro distribuído via dividendos tinha relação negativa com a concentração de controle e positiva em relação ao tamanho da empresa, corroborando Bellato et al. (2006) e evidenciando que empresas maiores tendem a pagar proporcionalmente mais dividendos.

Hahn et al. (2010), por sua vez, estudaram a relação entre a política de distribuição de dividendos e os conflitos de agência ocorridos entre os acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras de capital aberto. Utilizaram uma análise de regressão com dados em painel em uma amostra de empresas listadas na B3, que distribuíram dividendos entre 1996 e 2008. Os autores apontaram uma relação positiva entre a concentração acionária e o *payout* das empresas que pagaram dividendos acima de 25%. Tal resultado sugere que estas empresas

utilizam a política de distribuição de dividendos como um meio de minimizar quaisquer tipos de conflitos entre os acionistas.

No que concerne à governança de forma mais abrangente, Ribeiro et al. (2013) estudaram a relação da distribuição de dividendos com as práticas de governança corporativa em uma amostra de 259 empresas com ações listadas na B3, destacando que 141 emitiram ações ordinárias e 118 emitiram ações preferenciais. A técnica utilizada foi a de um modelo de regressão multivariado, sendo a rentabilidade do dividendo a variável dependente e o nível de governança a variável independente. Foi observada pelos autores uma distribuição desigual de dividendos por empresas de diferentes setores. Os resultados documentados mostram que as empresas que possuíam níveis de governança corporativa mais elevados distribuíram um percentual maior de dividendos em comparação com as demais.

Rodrigues (2015) também analisou se a política de distribuição de dividendos é impactada pela qualidade da governança corporativa das empresas. O autor analisou uma amostra de 466 empresas não financeiras listadas na B3 entre os anos de 2000 e 2013. Os resultados não evidenciaram uma relação significativa entre a qualidade da governança e a política de distribuição de dividendos das empresas analisadas. Por outro lado, Souza et al. (2016) detectaram uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o pagamento de dividendos de companhias não financeiras, listadas no período de 2002 a 2013, indo de encontro ao resultado de Rodrigues (2015).

Por seu turno, Marques et al. (2015) também estudaram a relação entre a qualidade da governança corporativa, a política de dividendos, o nível de endividamento e o valor de mercado das empresas brasileiras. Utilizando os NDGC da B3 e uma amostra de 39 empresas dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado entre 2008 e 2013, os autores observaram a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os grupos analisados, nas comparações de índice *payout*, isto é, a qualidade da governança parece impactar a distribuição de dividendos, com empresas melhor governadas pagando dividendos superiores.

Souza et al. (2016), utilizando uma regressão com dados em painel *Pooled-OLS* em uma amostra de empresas brasileiras negociadas pela B3 entre 2002 e 2013, concluíram que as companhias que adotam melhores práticas de governança corporativa remuneram, via dividendos, um volume maior do que as que não adotam tais práticas, salientando que em períodos de crise, a prática de uma maior distribuição de dividendos se faz presente, resultado similar ao de Marques et al. (2015).

Silva et al. (2018) analisaram a relação entre a distribuição de dividendos e os níveis de governança corporativa em 44 empresas brasileiras do setor de energia elétrica listadas na B3 entre 2010 e 2016. Os autores observaram que os níveis de governança são positivamente significativos na distribuição de dividendos, assim como as variáveis Tamanho e Retorno do Ativo. Por outro lado, Freire et al. (2021) verificaram a relação entre a governança corporativa, o ciclo de vida e a política de dividendos das empresas. Utilizando uma amostra das 94 maiores empresas de capital aberto listadas na B3 entre 2015 e 2017, os resultados evidenciaram que a governança corporativa influencia negativamente a distribuição de dividendos, enquanto o ciclo de vida impacta positivamente.

Recentemente, Chain e Januzzi (2022) buscaram identificar os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3. Utilizando modelos de Regressão Quantílica em uma amostra composta por 527 empresas, com dados anuais entre 1996 e 2020. Os resultados mostraram os fatores tamanho, rentabilidade e governança corporativa como os mais relevantes na maior parte das empresas, a depender do setor de atuação. Os achados ainda mostraram uma relação positiva entre esses fatores e a política de dividendos em grande parte dos modelos estimados.

A pesquisa sobre a relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos também foi objeto de diversos estudos internacionais, que apresentaram resultados variados. Lin et al. (2017) encontraram uma relação não significativa na China. O mesmo ocorreu no estudo de Kumar (2006) em empresas na Índia entre 1994 e 2000 e Gonzales et al. (2017), que chegaram ao mesmo resultado na América Latina.

Michael (2013) encontrou uma relação negativa em empresas na Nigéria, o mesmo ocorrendo com Esqueda (2016) ao analisar a relação em países emergentes. Por outro lado, Jiraporn et al. (2011), em um estudo realizado nos Estados Unidos entre 2001 e 2004, observaram uma relação positiva, assim como Yarram (2015) e Farooque et al. (2021) na Austrália, e Nazar (2021) no Sri Lanka. Em uma análise recente envolvendo 605 empresas colombianas no período de 1997 a 2022, Montalvan et al. (2023) documentaram uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o pagamento de dividendos, indicando que pagamentos mais elevados estão associados a práticas de governança corporativa mais robustas.

Conforme observado, apesar de muito estudada em diferentes mercados, períodos e metodologias, a relação entre a qualidade da governança corporativa e a distribuição de dividendos não desponta para conclusões uníssonas. Autores como La Porta et al. (2000a) e Heidary e Jalilian (2016) argumentam que os dividendos podem ser uma ferramenta para reduzir o problema de agência, uma vez que ao distribuí-los, delimita-se o fluxo de caixa livre, que por consequência, reduz-se a probabilidade de expropriação por parte dos gestores. Já trabalhos como os de Lin et al. (2017) advogam em favor da teoria da sinalização, na qual os pagamentos de dividendos aumentam a assimetria informacional, isto é, os dividendos atuam como um mecanismo de disciplina que reduz os custos da agência. Nesse sentido, pela teoria da sinalização, existiria uma relação negativa entre a governança corporativa e a política de distribuição de dividendos das empresas.

No Brasil, a discrepância entre os resultados observados tem ainda um fator metodológico, uma vez que Ribeiro e Souza (2022a) apontam que grande parte dos estudos nacionais sobre governança utilizam como *proxy* os NDGC da B3, enquanto uma minoria emprega índices mais amplos. Dessa forma, ainda há muito o que ser estudado a respeito dessa relação, não só pela importância da governança corporativa para as empresas, mas principalmente pela relevância que a política de distribuição de dividendos tem para gestores e investidores.

A partir dos achados anteriores aqui expostos e amparados pela teoria da agência, este estudo analisa a influência da qualidade da governança corporativa sobre a política de pagamento de dividendos das empresas brasileiras da B3 entre 2010 e 2020, por meio de um índice amplo de governança, conduzido pela seguinte hipótese de pesquisa: a qualidade da governança corporativa é positivamente relacionada à distribuição de dividendos das empresas.

A hipótese é amparada nos estudos que indicam que práticas robustas de governança corporativa podem reduzir os problemas de agência ao promover a transparência e a responsabilidade, incentivando a distribuição de dividendos como uma forma de monitorar e disciplinar a gestão. Dividendo adequado restringe a quantidade de caixa disponível para os gestores, limitando sua capacidade de investir em projetos que não maximizem o valor para os acionistas ou em ganhos pessoais. Como resultado, empresas com boa governança tendem a apresentar uma política de dividendos mais consistente e previsível, que sinaliza confiança e reduz a assimetria informacional (Farooque et al., 2021; Jiraporn et al., 2011; Yarram, 2015).

3 Procedimentos Metodológicos

Dado que o objetivo deste estudo é analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, cujas ações foram negociadas na B3 entre 2010 e 2020, a população-alvo da pesquisa compreende todas as companhias com ações negociadas na bolsa brasileira durante o período analisado. Para a composição da amostra, foram excluídas empresas com registro cancelado, patrimônio líquido negativo e sem informações sobre o ativo total e índice *payout*, uma vez que esses fatores podem distorcer as medidas utilizadas neste estudo (Chain & Januzzi, 2022).

Também foram excluídas as empresas do setor financeiro, dado que estas apresentam balanços e estruturas diferentes das demais, o que poderia introduzir viés nos resultados. Além disso, eliminaram-se empresas com índice de negociabilidade, calculado pela Economatica®, menor ou igual a 0,001 pois tendem a apresentar grande quantidade de dados faltantes (Vilhena & Camargos, 2015).

Dessa forma, a amostra final foi composta por 118 empresas, distribuídas em 9 setores: Serviços (25%); Indústria (25%); Energia Elétrica (15%); Construção Civil (11%); Varejo (9%); Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%); Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%); Saneamento (2%) e Agropecuária (2%).

Delimitou-se o período de 2010 a 2020 por três motivos principais: primeiro, o período abrange uma década marcada por transformações significativas no mercado brasileiro, como a consolidação da B3, mudanças regulatórias e ciclos econômicos distintos, oferecendo um panorama robusto para a análise; segundo, a escolha de um intervalo encerrado em 2020 permite isolar os efeitos de eventos atípicos recentes, como a pandemia de COVID-19, que impactaram profundamente as políticas corporativas e a economia global, garantindo maior comparabilidade e consistência aos dados; e terceiro, este estudo é a primeira fase de uma pesquisa mais ampla, que será complementada por uma segunda fase com dados de 2015 a 2025, incluindo os efeitos da pandemia e suas implicações de longo prazo.

Os dados contábeis-financeiros foram obtidos por meio da plataforma Economatica®, enquanto os dados qualitativos, necessários para a mensuração da governança corporativa, foram coletados manualmente a partir dos Formulários de Referência (FR) das empresas, documentos públicos disponíveis nos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprias empresas.

A Tabela 1 apresenta as questões utilizadas na composição dos índices de governança, detalhando sua definição, o mecanismo associado e a respectiva fonte de dados. Por sua vez, a Tabela 2 lista as variáveis do estudo, acompanhadas de suas fórmulas de cálculo e da relação esperada com base na literatura.

A política de distribuição de dividendos das empresas, variável dependente nos modelos, foi analisada por meio das *proxies* Dividendos/Ativo Total (DIV) e Dividendos/Lucro Líquido (PAYOUT). Foram incluídas também variáveis de controle, consideradas pela literatura como determinantes da distribuição de dividendos: Tamanho da Empresa (TAM), Rentabilidade dos Ativos (ROA), Endividamento (END), Índice de Liquidez Corrente (ILC), Crescimento (CRES) e Risco Sistemático (BETA) (Chain & Januzzi, 2022; Freire et al., 2021; Silva et al., 2018).

No que diz respeito à qualidade da governança corporativa, variável independente, esta foi avaliada por meio do índice principal de Ribeiro e Souza (2023a) (IGOV), um índice adjacente ao IGOV (IGOV8), além da classificação das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3.

Tabela 1*Variáveis que compõem os índices de governança*

Variáveis	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle	2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	FR
Divulgação e Transparência	4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
Incentivos aos Administradores	6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
	7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure	9) Empresa participa dos NDGC?	FR
	10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	11) A empresa é do setor de indústria?	Economatica®

Fonte: Ribeiro e Souza (2023a).

O IGOV foi composto pela soma das respostas positivas de 10 perguntas binárias objetivas, resultando em um escore que variou entre 0 e 10. O IGOV8 por sua vez, com valores entre 0 e 8, foi desenvolvido como uma alternativa ao IGOV e obtido pela soma das respostas de 7 perguntas objetivas relacionadas aos mecanismos de governança, mais 1 ponto para empresas do setor industrial, considerando que esse setor é mais regulamentado e pode ser obrigado a aderir a melhores práticas de governança (Silveira, 2004).

A elaboração das perguntas levou em conta os seguintes mecanismos de governança: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*, além do setor de atuação das empresas. A observância desses mecanismos seguiu os códigos de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), bem como a literatura sobre a teoria da agência (Carvalho-da-Silva & Leal, 2005; Chain & Januzzi, 2022, Correia et al., 2011; Jensen, 2001; Ribeiro & Souza, 2024; Silveira, 2004; entre outros).

Além dos índices IGOV e IGOV8, a qualidade da governança também foi analisada por meio dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3, dado que Ribeiro e Souza (2022a) indicaram que grande parte dos estudos empíricos sobre governança no Brasil utiliza essa *proxy* como métrica. Por esse motivo, foi incluído um modelo estimado utilizando a *proxy* NDGC, uma variável *dummy* que recebeu o valor 1 quando a empresa estava listada em algum dos níveis de governança da B3, e 0 quando listada no mercado tradicional.

Tabela 2
Variáveis do Estudo

Variáveis		Fórmulas de Cálculo	Relação Esperada
Dependentes	<i>DIV</i>	Dividendos Totais/Ativo Total	N.A.
	<i>PAYOUT</i>	Dividendos Totais/Lucro Líquido	N.A.
Independentes	<i>IGOV</i>	<i>Soma das Perguntas 1 a 10</i>	+/-
	<i>IGOV8</i>	<i>Soma das Perguntas 4 a 11</i>	+/-
	<i>NDGC</i>	<i>Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC</i>	+/-
Controle	<i>TAM</i>	$\ln(\text{Ativos Totais})$	+
	<i>ROA</i>	Lucro Líquido/Ativo Total	+
	<i>END</i>	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Ativo Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	-
	<i>ILC</i>	Ativo Circulante/Passivo Circulante	-
	<i>CRES</i>	$\frac{(\text{Lucro Líquido}_t - \text{Lucro Líquido}_{t-1})}{\text{Lucro Líquido}_{t-1}}$	-
	<i>BETA</i>	$* \text{Cov}(r_i, r_m) / \text{Var}(r_m)$	-

Nota: Covariância entre a ação e o mercado/Ibovespa ($\text{Cov}(r_i, r_m)$); Variância do mercado/Ibovespa ($\text{Var}(r_m)$).

Fonte: Dados da pesquisa.

O método de estimação escolhido foi o de modelos de regressão utilizando a abordagem de variáveis instrumentais (IV), com o procedimento EC2SLS, conforme Baltagi e Li (1992), que gera erros padrão menores do que os dos mínimos quadrados generalizados de dois estágios (G2SLS) (Baltagi & Liu, 2009). A utilização de IV foi embasada em Silveira et al. (2006), que apontam esta abordagem como uma solução eficaz para lidar com problemas de endogeneidade. Dessa forma, adotaram-se como variáveis instrumentais as defasagens (*t-1*) das variáveis de controle, procedimento também utilizado por O'Connor e Rafferty (2012) e Edwards et al. (2013). A combinação entre a estimação do modelo com três *proxies* de governança e duas métricas de política de dividendos resultou na estimação de seis regressões distintas. As especificações gerais dos modelos utilizados são descritas na Equação 1.

$$\begin{aligned} \text{Divid}_{it} = & \beta_{0it} + \beta_{1it}\text{Gover}_{it} + \beta_{2it}\text{TAM}_{it} + \beta_{3it}\text{ROA}_{it} + \beta_{4it}\text{END}_{it} + \\ & + \beta_{5it}\text{ILC}_{it} + \beta_{6it}\text{CRES}_{it} + \beta_{7it}\text{BETA}_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Em que: Divid_{it} representa as variáveis dependentes e refere-se à política de distribuição dividendos das empresas (*DIV* e *PAYOUT*); Gover_{it} são as variáveis independentes que representam a qualidade da governança corporativa (*IGOV*, *IGOV8* e *NDGC*); *TAM*, *ROA*, *END*, *ILC*, *CRES* e *BETA* são as demais variáveis (controle), elencadas pela literatura como determinantes do pagamento de dividendos; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 e β_7 , referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e; e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, uma vez que varia aleatoriamente para todas as empresas e períodos.

Para a adequada estimação dos modelos, foram realizados procedimentos de correção para validar a qualidade estatística, incluindo: i) normalidade dos resíduos; ii) homocedasticidade; iii) autocorrelação; e iv) multicolinearidade. O teste de Jarque-Bera

rejeitou a hipótese nula de distribuição normal em todos os modelos; contudo, de acordo com Wooldridge (2010), pelo teorema do limite central, a inferência estatística não é prejudicada quando o tamanho da amostra é suficientemente grande. Em relação à homocedasticidade e autocorrelação, os testes de Breusch-Pagan e Breusch-Godfrey indicaram problemas na estimação. Como correção, os modelos foram estimados utilizando o procedimento *vce (robusto)*. Por fim, a multicolinearidade foi verificada por meio dos valores do Fator de Inflação da Variância (FIV), com a variável TAM apresentando o maior valor de FIV (1,492). Segundo Wooldridge (2010), valores de FIV inferiores a 10 indicam que não há problemas significativos de colinearidade entre as variáveis estudadas. Todos os testes e as regressões deste estudo foram estimados utilizando o *software Stata*, e os resultados, assim como as discussões, são apresentados na seção seguinte.

4 Resultados e Análises

Esta seção apresenta e analisa os resultados obtidos, iniciando com as principais estatísticas descritivas das variáveis estudadas (Tabela 3). Esta análise preliminar oferece um panorama das características fundamentais das variáveis antes da apresentação dos resultados das regressões.

As variáveis dependentes DIV e PAYOUT apresentaram valores médios (medianos) de 0,11 (0,01) e 0,42 (0,28), respectivamente. Estes números indicam que, em média, as empresas da amostra distribuíram dividendos equivalentes a 11% de seu ativo total e 42% de seu lucro líquido, valores considerados adequados mesmo sem o tratamento de *outliers*. No entanto, a análise da mediana, desvio-padrão (D.P.) e coeficiente de variação (C.V.) revela significativa heterogeneidade nos dados do período, com metade das observações de DIV e PAYOUT situando-se abaixo de 0,01 e 0,28, respectivamente.

Tabela 3

Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	D.P.	C.V.
DIV	0,11	0,01	0,36	3,18
PAYOUT	0,42	0,28	1,05	2,52
IGOV	6,18	6,00	1,70	0,27
IGOV8	4,45	4,00	1,29	0,29
NDGC	0,90	1,00	0,30	0,33
TAM	16,00	15,80	1,41	0,09
ROA	4,13	4,49	6,74	1,63
END	3,40	0,54	9,50	2,79
ILC	2,01	1,73	1,34	0,67
CRES	0,17	0,03	1,55	8,98
BETA	1,13	1,13	0,90	0,80

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto aos indicadores de governança corporativa, as empresas apresentaram médias (medianas) de IGOV, IGOV8 e NDGC de 6,18 (6), 4,45 (4) e 0,90 (1), respectivamente. O IGOV indica que 60% das empresas demonstraram qualidade de governança corporativa

superior a 6 pontos. O IGOV8, com escala de 0 a 8, demonstrou que metade da amostra apresentou boa qualidade de governança, enquanto a outra metade ficou abaixo da média. O coeficiente de variação sugere dispersão média nos indicadores de governança, exceto para o NDGC, que apresentou maior heterogeneidade devido à sua natureza binária.

Preliminarmente à estimação das regressões, foram empregados os testes ANOVA, de análise de variância e *t* de diferença entre médias, dos valores de *Q* de Tobin, métrica de desempenho de mercado utilizada em diversos estudos, como os de Caixe e Rodrigues (2022) e Correia et al. (2011), como forma de validação externa do índice principal deste trabalho (IGOV) (Ribeiro & Souza, 2023a, 2023b). Para tanto, dividiu-se as empresas da amostra, com base nos valores de IGOV, em três grupos: (i) “Baixa” qualidade de governança (IGOV entre 0 e 4); (ii) “Média” qualidade de governança (IGOV entre 5 e 7) e; (iii) “Alta” qualidade de governança (IGOV de 8 a 10). Por meio dos testes, verificou-se se as médias de *Q* de Tobin são estatisticamente diferentes entre os três grupos de IGOV.

Os resultados das estatísticas dos testes são expostos na Tabela 4. Conforme observado, rejeitou-se a hipótese nula no teste *t*, que compara a média de dois grupos de amostras, nos testes entre os grupos “Baixa” X “Média” e “Baixa” X “Alta” qualidade da governança corporativa. Por seu turno, rejeitou-se a hipótese nula na análise ANOVA, que determina se existe diferença significativa na variância de três ou mais grupos. Esses resultados sugerem que empresas bem governadas tendem a apresentar maior desempenho de mercado, sendo este um indício de que o índice IGOV é uma boa métrica da qualidade da governança corporativa das empresas (Correia et al., 2011).

Tabela 4

Estatística dos testes de diferenças de médias para o Q de Tobin/IGOV

Testes de Média	<i>t</i>	<i>p</i> -valor
“Baixa” X “Média”	-2,071	0,0405**
“Média” X “Alta”	-1,095	0,2748
“Baixa” X “Alta”	-2,582	0,0100***
ANOVA	F = 3,6278	0,0272**

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 5 apresenta os resultados das estimações das regressões após a análise das estatísticas descritivas das variáveis e a validação do índice principal via testes de médias. As regressões contemplam DIV e PAYOUT como variáveis dependentes, e IGOV, IGOV8 e NDGC como *proxies* de governança (variáveis independentes). O teste *Wald Chi-Squared*, indicador de significância global em modelos IV, apresentou forte rejeição das hipóteses nulas (p -valor = 0), evidenciando que as variáveis analisadas são significativas na explicação da política de distribuição de dividendos das empresas da amostra.

O coeficiente de determinação dos modelos (R^2 Overall) variou entre 1,08% e 9,31%. O menor valor corresponde à regressão com PAYOUT e IGOV como variáveis dependente e independente, respectivamente, enquanto o maior valor refere-se à regressão com DIV e IGOV8. Este resultado aproxima-se do encontrado por Freire et al. (2021) ($R^2 = 10,72\%$), porém mostra-se inferior ao documentado por Silva et al. (2018) ($R^2 = 25,79\%$). Tais valores sugerem baixo poder explicativo das variáveis independentes, incluindo as práticas de governança, sobre a política de pagamento de dividendos, indicando possível maior relevância

de outras variáveis, como as variáveis macroeconômicas taxa básica de juros e produto interno bruto.

As *proxies* de governança corporativa apresentaram relação predominantemente negativa com os dividendos, exceto no modelo com NDGC e DIV. Contudo, significância estatística foi observada apenas no modelo com IGOV8 e DIV, sugerindo influência limitada das práticas de governança corporativa sobre o pagamento de dividendos. Estes resultados alinham-se aos achados de Rodrigues (2015), que não identificou associação significativa entre governança e pagamento de dividendos, e Freire et al. (2021), que documentou relação negativa.

Em contraste, estudos como Souza et al. (2016), Silva et al. (2018) e Chain e Januzzi (2022) evidenciaram relação positiva entre a governança e a distribuição de dividendos. Uma possível explicação para tal divergência reside no fato de que empresas com melhores práticas de governança podem apresentar menor assimetria informacional, resultando em política de dividendos mais flexível devido ao menor retorno exigido pelos investidores.

Tabela 5

Resultados das regressões

Variáveis	IGOV		IGOV8		NDGC	
	DIV	PAYOUT	DIV	PAYOUT	DIV	PAYOUT
Constante	1,486***	0,239	1,478***	0,260	1,401***	0,340
Governança	-0,014	-0,014	-0,024**	-0,034	0,028	-0,178
TAM	-0,078***	0,016	-0,075***	0,019	-0,079***	0,013
ROA	0,001	0,006	0,001	0,006	0,001	0,005
END	0,004**	0,001	0,003**	0,001	0,004**	-0,000
ILC	-0,007	-0,056**	-0,008	-0,057**	-0,007	-0,053*
CRES	0,004	-0,005	0,004	-0,005	0,004	-0,005
BETA	-0,039	0,077*	-0,044*	0,069	-0,039	0,085*
R ² Within	0,0258	0,0008	0,0285	0,0016	0,0246	0,0007
R ² Between	0,1803	0,0847	0,1833	0,0861	0,1718	0,0906
R ² Overall	0,0908	0,0108	0,0931	0,0110	0,0922	0,0127

Nota: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, nos modelos estimados com o índice IGOV como *proxy* de governança, observaram-se relações estatisticamente significativas para as variáveis TAM e END em relação à DIV, e ILC e BETA em relação ao PAYOUT. Já nos modelos que utilizaram o IGOV8 como índice de governança, os resultados indicaram significância estatística para TAM, END e BETA na DIV. No modelo em que o PAYOUT foi a variável dependente, apenas o ILC apresentou significância estatística.

Nos modelos de regressão que utilizaram o NDGC como variável independente, as variáveis TAM e END foram estatisticamente significativas para a DIV, enquanto ILC e BETA demonstraram significância no modelo com PAYOUT. Em todos os modelos, a relação entre o tamanho da empresa (TAM) e o pagamento de dividendos foi negativa, com coeficientes significativos. Esse resultado, contrário ao esperado, difere de estudos anteriores, como os de

Silva et al. (2018) e Chain e Januzzi (2022), sugerindo que, na amostra e período analisados, empresas maiores tendem a pagar dividendos proporcionalmente superiores às menores.

Por outro lado, o endividamento (END) apresentou uma relação positiva com o pagamento de dividendos em todos os modelos em que foi significativo, indicando que empresas mais endividadas tendem a pagar dividendos superiores às menos endividadas. Esse achado contrasta com estudos anteriores, como os de Souza et al. (2016), Silva et al. (2018) e Freire et al. (2021), que identificaram uma relação não significativa entre essas variáveis.

O índice de liquidez corrente (ILC) mostrou-se negativo em todos os modelos estimados, sendo estatisticamente significativo nos modelos em que o PAYOUT foi a variável dependente. Esse resultado, alinhado com os achados de Chain e Januzzi (2022), indica que empresas com maior capacidade de pagamento de dívidas tendem a pagar dividendos menores, considerando que o pagamento de dividendos reduz a disponibilidade de caixa, impactando negativamente os indicadores de liquidez.

O risco sistemático (BETA) apresentou comportamentos variados: ora positivo, ora negativo, ora sem significância, dependendo da medida de governança e da política de dividendos analisada. Souza et al. (2016) identificaram uma relação negativa entre essas variáveis, porém sem significância estatística. Por fim, os coeficientes relacionados à rentabilidade dos ativos e às oportunidades de crescimento não foram significativos em nenhum dos modelos estimados. Esse resultado é semelhante ao observado por Souza et al. (2016), mas contrário aos documentados por Chain e Januzzi (2022), Rodrigues (2015), e Silva et al. (2018).

Os resultados indicam que a governança corporativa pode exercer influência limitada sobre a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras não financeiras. A relação entre as *proxies* de governança (IGOV, IGOV8 e NDGC) e os indicadores de dividendos (DIV e PAYOUT) foram predominantemente negativas, com significância estatística apenas no modelo que relaciona o IGOV8 à DIV. Isso sugere que, embora práticas de governança mais robustas possam mitigar assimetrias informacionais, seu impacto direto sobre os dividendos é modesto, sendo superado por fatores como tamanho da empresa, endividamento e liquidez corrente, que demonstraram maior relevância na definição da política de dividendos. A principal contribuição do estudo, portanto, é evidenciar que, no contexto brasileiro, a governança corporativa pode não ser um determinante primário da distribuição de dividendos, destacando a necessidade de considerar variáveis financeiras e macroeconômicas para uma compreensão mais ampla do fenômeno. Esses achados oferecem subsídios para investidores e gestores e reforçam a importância de estudos adicionais para aprofundar a análise dessas relações.

Além disso, estudos mais recentes têm reforçado que efeitos significativos entre governança corporativa e a distribuição de dividendos tendem a se manifestar em contextos ou mecanismos específicos, e não de forma universal. Por exemplo, Zagonel et al. (2018) indicam que mudanças regulatórias e fiscais exercem influência relevante sobre os pagamentos de dividendos, enquanto os efeitos da governança corporativa costumam depender do tipo de regime tributário, do direito de voto das ações e de características institucionais das firmas, mostrando que o efeito direto da governança sobre dividendos pode variar bastante entre modelos, amostras e especificações econométricas.

Consoni e Colauto (2023), por seu turno, demonstraram que coalizões entre grandes acionistas afetam a distribuição de dividendos, mas que empresas com controle compartilhado tendem a pagar proporções menores de dividendos, possivelmente devido à busca de benefícios privados de controle que diluem incentivos para uma política de dividendos generosa. Por fim, Farinelli (2024) explora diferentes dimensões de governança e mecanismos financeiros para mostrar que, embora práticas de governança possam melhorar transparência, elas muitas vezes

têm impacto moderado sobre o *payout* ou sobre políticas de dividendos, sendo fortemente mediadas por variáveis financeiras como rentabilidade, liquidez e estrutura de capital.

5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo analisar a influência da qualidade da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, cujas ações são negociadas na B3 entre 2010 e 2020. Para isso, foram estimadas seis regressões utilizando a abordagem de variáveis instrumentais, com uma amostra de 118 empresas de nove setores. A governança corporativa foi mensurada por meio dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3 e de dois índices de Ribeiro e Souza (2023a) (IGOV e IGOV8), enquanto a política de dividendos foi analisada por meio das variáveis DIV (dividendos/ativo total) e PAYOUT (dividendos/lucro líquido).

Os resultados indicaram que a relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos foi predominantemente negativa, com significância estatística apenas no modelo que associou IGOV8 à variável DIV. Dessa forma, a resposta para a pergunta dessa pesquisa foi que não foram observados impactos positivos relevantes da qualidade da governança corporativa sobre a distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Esse achado sugere que empresas com práticas de governança mais robustas podem adotar políticas de dividendos mais flexíveis, possivelmente devido à redução da assimetria informacional e à menor exigência de retorno imediato por parte dos investidores.

As variáveis de controle demonstraram maior impacto na definição da política de dividendos, com destaque para o endividamento e o risco sistemático (positivamente relacionados), enquanto o tamanho da empresa e a liquidez corrente foram negativamente relacionados. Por outro lado, o retorno sobre os ativos e as oportunidades de crescimento não demonstraram relação estatisticamente significativa.

A principal contribuição deste estudo foi evidenciar que a governança corporativa, no contexto brasileiro, não é um fator determinante na distribuição de dividendos, como poderia se esperar, ressaltando a influência preponderante de variáveis financeiras e possíveis variáveis macroeconômicas. Os resultados oferecem subsídios para investidores na avaliação das políticas de remuneração e auxiliam gestores na formulação de estratégias que equilibram distribuição de resultados, liquidez e estrutura de capital.

No campo acadêmico, os achados reforçam o debate sobre a heterogeneidade dessa relação, contrastando com estudos que apontam uma associação positiva entre governança e dividendos, e, sugerindo que características institucionais do mercado brasileiro, como alta concentração acionária e instabilidade macroeconômica, podem modular tais efeitos.

Este estudo apresenta algumas limitações, especialmente quanto à heterogeneidade da amostra, composta por empresas de diferentes setores, o que pode ter mascarado relações específicas. Para pesquisas futuras, recomenda-se a segmentação por setor econômico e a inclusão de variáveis contextuais, como ciclos econômicos e regulamentações específicas, a fim de aprofundar a compreensão da influência da governança corporativa na política de dividendos das empresas brasileiras.

Referências

- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Aigbovo, O., & Evbayiro-Osagie, I. E. (2022). Corporate governance mechanisms and dividend payouts of listed non-financial firms: Evidence from selected Sub-Saharan African countries. *Sriwijaya International Journal of Dynamic Economics and Business*, 227-254. <https://doi.org/10.29259/sijdeb.v6i3.227-254>
- Astrilia, H., & Kusmayadi, I. (2025). The Impact of Corporate Governance and Dividend Policy on Firm Value in Indonesian Non-Financial Firms. *Journal of Enterprise and Development (JED)*, 7(1), 52-65. <https://doi.org/10.20414/jed.v7i1.12768>
- Baltagi, B. H., & Li, Q. (1992). A note on the estimation of simultaneous equations with error components. *Econometric Theory*, 8(1), 113-119. <https://doi.org/10.1017/S0266466600010768>
- Baltagi, B. H., & Liu, L. (2009). A note on the application of EC2SLS and EC3SLS estimators in panel data models. *Statistics & Probability Letters*, 79(20), 2189-2192. <https://doi.org/10.1016/j.spl.2009.07.014>
- Bellato, L. L. N., Silveira, A. M., & Savoia, J. R. F. (2006). Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In *Anais do XXX EnANPAD*. Salvador-BA, Brasil.
- Borges, L. F. X., & Serrão, C. F. B. (2005). Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BND*, 12(24), 111-148. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>
- Caixe, D. F., & Rodrigues, M. A. (2022). Derivativos, valor da firma e governança corporativa no Brasil. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 28(1), 208-231. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.338.117423>
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Chain, D. R., & Januzzi, F. V. (2022). Um estudo dos determinantes da distribuição de dividendos de empresas da B3: Um olhar sob os diferentes setores. *Contabilidade Vista & Revista*, 33(3), 227-252. <https://doi.org/10.22561/cvr.v33i3.7805>
- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2023). Shareholder coalitions and dividends: evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e1769. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221769.en>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>

Edwards, S. M., Soares, R. O., & Lima, G. S. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), 27-39. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i19.55509>

Esqueda, O. A. (2016). Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 186-199. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.06.005>

Farinelli, T. C. (2024). *Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas empresas brasileiras*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-28062024-110956/en.php>

Farooque, O. A., Hamid, A., & Sun, L. (2021). Does corporate governance have a say on dividends in Australian listed companies? *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(4), 47-75. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v15i4.4>

Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, 22, 106-133. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>

Freire, M. M. A., Lima, J. E. N. C., Ponte, V. M. R., & Guimarães, D. B. (2021). Influência da governança corporativa e ciclo de vida na política de dividendos das maiores empresas da B3. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 12(3). <https://doi.org/10.13059/racef.v12i3.699>

Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>

Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48.

Heidary, M., & Jalilian, O. (2016). Review of corporate governance and payment policies for approved companies on the Tehran Stock Exchange. *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 2(2), 47-52. <https://doi.org/10.1016/j.psrb.2016.09.011>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5ª ed.). IBGC. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>

Jensen, M. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>

Junqueira, L. R., Soares, C. H., Bressan, A. A., & Bertucci, L. A. (2017). Impactos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 10(3), 420-435. <https://doi.org/10.5902/1983465911276>

Kumar, J. (2006). Corporate governance and dividend payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5(1), 15-57. <https://doi.org/10.1177/097265270500500102>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, L., & Vishny, R. W. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, L., & Vishny, R. W. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Lin, T., Chen, Y., & Tsai, H. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.008>

Marques, V. A., Alves, R. F. C., Amaral, H. F., & Souza, A. A. (2015). Relação entre níveis de governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 3(2), 4-26. <https://doi.org/10.18405/recfin20150201>

Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, 52, 24-39. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>

Maury, C. B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, 1(2), 15-45.

Michael, N. B. (2013). Agency conflict and corporate dividend policy decisions in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1110-1121.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>

Montalvan, S. M., Arango, C. M. R., & Patiño, J. S. (2023). Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Colombia. *Revista mexicana de economía y finanzas*, 18(4). <https://doi.org/10.21919/remef.v18i4.917>

Nazar, M. C. A. (2021). The influence of corporate governance on dividend decisions of listed firms: Evidence from Sri Lanka. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 289-295. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0289>

O'Connor, M., & Rafferty, M. (2012). Corporate governance and innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 397-413.
<https://doi.org/10.1017/S002210901200004X>

Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2022a). 20 anos de governança corporativa no Brasil. *Revista de Administração Unimep*, 19(13), 156-180.

Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2022b). A Governança Corporativa afeta a Estrutura de Capital? Evidências das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão no período 2010-2020. *Revista Universo Contábil*, 18. <https://doi.org/10.4270/ruc.2022112>

Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2023b). Impact of Corporate Governance on Financial Performance: Evidences in the Brazilian Stock Market. *Journal of Accounting, Management and Governance (JAMG)*, 26(1). <https://doi.org/10.51341/cgg.v26i1.3021>

Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. D. (2023a). Corporate governance index and market performance: evidence in the Brazilian stock market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e1756. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231756.en>

Ribeiro, J. E., Souza, A. A., Rezende, L. D., Martucheli, C. T., & Pires, R. C. S. (2024). Governança Corporativa e desempenho das ações no mercado acionário brasileiro. *Revista Mineira de Contabilidade*, 25(2), 20-32. <https://doi.org/10.51320/rmc.v25i2.1537>

Ribeiro, M. A., Dias Filho, J. M., Carvalho Júnior, C. V. O., Almeida, C. S. L., & Santos, E. B. (2013). Um estudo sobre a associação entre práticas de governança corporativa e políticas de dividendos no Brasil. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia (SEGeT)*, 20, 23-25 de outubro de 2013.

Rodrigues, R. L. (2015). *Teoria de agência, governança corporativa e política de dividendos: Evidências nas empresas brasileiras de capital aberto*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. Recuperado de <https://doi.org/10.11606/D.96.2015.tde-23102015-112041>

Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Tourism & Management Studies*, (6), 162-174.

Santos, R. F. C. (2008). *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. Recuperado de <https://doi.org/10.11606/D.96.2008.tde-29012009-134125>

Silva, A. A., Bastos, T. E. F., & Ribeiro, K. C. S. (2022). Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, 16(4), 33-50.

Silva, E. M. S., Vasconcelos, A. C., Parente, P. H. N., & Luca, M. M. M. (2017). Política de dividendos e reputação nas empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa. *Cuadernos de Contabilidad*, 18(46), 147-163.
<https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc18-46.pdre>

Silva, E. S., Pinto, L. M., Moraes, P. R. C. S., & Lima, M. V. R. (2018). Relação dos dividendos distribuídos e níveis de governança corporativa nas empresas brasileiras de energia elétrica. In *Anais do XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo-SP, Brasil.

Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/>

Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 4(1), 3-32. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v4n1.2006.1153>

Souza, D. H. O., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. (2016). Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: Um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(2), 58-79. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2016090104>

Souza, P. V. S., Cardoso, R. L., & Vieira, S. S. C. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 23(SPE), 4-28. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.175.63859>

Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE-Revista de Gestão*, 22(1), 77-96. <https://doi.org/10.5700/rege552>

Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna* (4ª ed.). São Paulo: Cengage Learning.

Yarram, S. R. (2015). Corporate governance ratings and the dividend payout decisions of Australian corporate firms. *International Journal of Managerial Finance*, 11(2), 162-178. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0012>

Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304-323. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-04-2018-006>