

## **DIVIDEND YIELD E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EM EMPRESAS LISTADAS NO IBRX 100**

**ANA KAROLINY NASCIMENTO APOLINÁRIO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE (UFCG)  
anakaroliny.na@gmail.com

**RAMON RODRIGUES DOS SANTOS**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)  
ramonrdgs@gmail.com

**ORLEANS SILVA MARTINS**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)  
orleansmartins@yahoo.com.br

## **Introdução**

A política de dividendos de uma empresa envolve decisões relacionadas à rentabilidade dos dividendos. Uma vez que esse montante de lucros a distribuir aos proprietários é decidido pelos gestores, pode-se verificar um espaço para a ocorrência de conflitos de interesse, os quais podem ser minimizados pelos mecanismos de governança corporativa. Tais mecanismos são como fatores motivadores da política de distribuição de dividendos e podem influenciar o grau de confiabilidade dado à organização.

## **Problema de Pesquisa e Objetivo**

Pode-se verificar que o dividend yield é tratado na literatura como um indicador relevante da política de dividendos de uma empresa, uma vez que, além de representar a proporção de lucros que são distribuídos aos acionistas, expõe quanto isso representa em relação ao preço da ação. Neste sentido, surge a seguinte questão de pesquisa: qual é a relação entre o dividend yield e as características de governança corporativa das empresas listadas no Índice IBrX 100 no período de 2010 a 2014?

## **Fundamentação Teórica**

A análise do fluxo de dividendos como método para investir em ações data do início da década de 1930, originou estratégias para a análise das taxas de retorno em dividendos de uma ação, denominada de dividend yield (Gordon, 1959, 1963). Um aumento no pagamento de dividendos por parte das empresas pode indicar um cenário susceptível à existência de boas práticas de governança corporativa, uma vez que é um indicativo de que os interesses dos acionistas minoritários estão sendo respeitados.

## **Metodologia**

A amostra foi composta por empresas listadas no IBrX 100 no período de 2010 à 2014, perfazendo um total de 295 observações. Utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ponderados, que trata-se de uma ramificação dos Mínimos Quadrados Generalizados com correção para heterocedasticidade, por ser o método mais consistente dentre as demais metodologias aplicadas aos dados em painel neste trabalho, ao atribuir um menor peso às observações que possuem maior variância do erro.

## **Análise dos Resultados**

De acordo com a análise do coeficiente de determinação ( $R^2$ ), aproximados 68,77% da variação no dividend yield das empresas listadas no IBrX 100 no período de 2010 a 2014 pôde ser explicada pelas características de governança corporativa. A variável relacionada ao tamanho do conselho de administração foi a que sensibilizou uma maior influência significativa (0,2977), isto é, quanto maior o número de membros no conselho de administração, maior tende a ser a rentabilidade dos dividendos.

## **Conclusão**

Conclui-se que os acionistas recebem a rentabilidade dos dividendos e possuem a expectativa de valorização posterior de seus investimentos, entretanto, otimizando-os se e somente se, os interesses de longo prazo da empresa forem respeitados. Os resultados fornecem argumentos diferenciados do que é visto na literatura em parte das variáveis mencionadas, fortalecendo a ideia de que o tamanho do conselho de administração influencia em uma maior rentabilidade dos dividendos.

## **Referências Bibliográficas**

- 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), 45-6.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.

## ***DIVIDEND YIELD* E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EM EMPRESAS LISTADAS NO IBRX 100**

### **1 INTRODUÇÃO**

Quando os gestores de uma empresa decidem destinar a maior parte do lucro gerado em suas operações ao pagamento de dividendos aos seus acionistas, pode-se imaginar um cenário em que a empresa já atingiu sua maturidade e não possui melhor oportunidade de investimento para a retenção desse lucro. Quando esses gestores decidem reter esse lucro para reinvestimento, há quem julgue que eles estão agindo contra os interesses dos investidores, sob o aspecto do retorno do investimento do acionista, por meio de dividendos.

Alicerçando essa discussão, destaca-se a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), direcionada aos conflitos advindos do não-alinhamento dos interesses entre proprietários e gestores. Tal teoria fundamenta, também, a chamada governança corporativa, que contribui por meio de práticas de gestão com a redução desses conflitos potenciais, e permite estabelecer fatores norteadores importantes nas decisões de uma organização, dentre elas, sobre a sua política de dividendos. Assim, este trabalho objetiva investigar a relação entre a rentabilidade dos dividendos e a governança corporativa.

A política de dividendos de uma empresa envolve decisões relacionadas à rentabilidade dos dividendos, ou *dividend yield*, que a companhia ofertará a seus acionistas. Representado pela razão entre a quantidade de lucro distribuído aos investidores e o preço da ação da empresa em dado período, esta medida é um dos principais indicadores que orientam as decisões de investimento no mercado de capitais (Gordon, 1959, 1963). Uma vez que esse montante de lucros a distribuir aos proprietários é decido pelos gestores, pode-se verificar um espaço para a ocorrência de conflitos de interesse, os quais podem ser minimizados pela governança corporativa (Correia, Amaral & Louvet, 2011). A qualidade da estrutura dessa governança está relacionada aos seus mecanismos internos e externos, os quais refletem a eficiência no controle dos problemas e custos de agência em um horizonte de longo prazo (Silveira, 2010, Correia, Amaral & Louvet, 2011, Frezzati *et al.*, 2012).

Com o intuito de garantir que os acionistas recebam os retornos pelos quais realizaram seus investimentos, os mecanismos de governança corporativa são considerados como fatores motivadores da política de distribuição de dividendos, os quais podem influenciar o valor das ações das empresas, a gestão de seus ativos e, assim, aumentar o grau de confiabilidade dos investimentos nessas companhias (Bokpin, 2011, Abor & Fiador, 2013, Erfurth & Bezerra, 2013). Desta maneira, é possível identificar na literatura uma predisposição de relação entre a governança corporativa e a política de dividendos, na busca pela minimização dos custos de agência nas organizações.

Como principal órgão da estrutura de governança corporativa de uma empresa, o conselho de administração exerce um papel essencial no gerenciamento da companhia e na aplicação de seus resultados. Suas decisões repercutem desde a transparência dos procedimentos contábeis até a auditoria dos relatórios financeiros. Grandes corporações podem apresentar necessidades de formação de um conselho de administração maior e com diferentes especialidades do que outras empresas (Jensen, 1993). Além disto, é possível observar na literatura que conselhos de administração que apresentam, em sua maioria, membros independentes estão propensos a terem menor influência dos gestores (diretorias executivas) nas decisões da companhia, o que pode representar de forma mais adequada os interesses dos proprietários (Weisbach, 1988, Beasley, 1996). Isso indica a existência de relação entre as características do conselho e o *dividend yield*.

Com isso, pode-se verificar que o *dividend yield* é tratado na literatura como um indicador relevante da política de dividendos de uma empresa, uma vez que, além de

representar a proporção de lucros que são distribuídos aos acionistas, expõe quanto isso representa em relação ao preço da ação. Neste sentido, surge a questão de pesquisa que motiva este estudo: **qual é a relação entre o *dividend yield* e as características de governança corporativa das empresas listadas no Índice IBrX 100 no período de 2010 a 2014?**

Para isso, foi estimado um modelo de regressão relacionando essas variáveis, por meio do método por Mínimos Quadrados Ponderados (MQP), pois foi o método mais consistente dentre as demais metodologias aplicadas aos dados em painel analisados neste artigo. Com isso, a melhor modelagem que ilustrou a relação entre o *dividend yield* (DY) e características de governança corporativa indicou que o DY foi afetado significativamente pelas características de governança. Dessa maneira, a partir dos resultados encontrados, esta pesquisa contribui com a literatura existente por ampliar as evidências em relação aos mecanismos de governança corporativa e sua influência na distribuição de dividendos das organizações, e também por considerar as empresas que possuem maior negociação na BM&FBovespa, aos quais devem refletir características de governança corporativa que visam os interesses dos investidores.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

A governança corporativa surge com vários mecanismos que tentam reduzir os conflitos de agência nas empresas, como a proteção aos acionistas minoritários, a fim de que seja garantido que ao estarem investindo seus recursos em determinada companhia, possam obter o retorno de seus investimentos e não terem seus direitos expropriados por acionistas majoritários (Shleifer & Vishny, 1997). Neste contexto, os modelos de governança corporativa adotados pelas empresas podem diferir de acordo com a conjectura em que se encontram, e com base em suas características intrínsecas, como tamanho, atividade econômica, setor em que atuam, entre outras.

O sistema de controle interno de governança corporativa é liderado pelos conselhos de administração, que possuem responsabilidade final com o funcionamento da empresa e que definem as regras aos seus diretores, como o *Chief Executive Office* (CEO), relacionadas aos planos de compensação e metas operacionais. Este é um processo importante, uma vez que os gerentes frequentemente possuem incentivos e interesses próprios para gerenciar os resultados, os quais podem divergir daqueles do proprietário, representados pelo conselho de administração (Jensen, 1993, Bratton & McCahery, 1999, Vafeas, 2000, Silveira, Barros & Famá, 2003, Cheung *et al.*, 2013, Holtz & Sarlo Neto, 2014).

Neste aspecto, a análise do fluxo de dividendos como método para investir em ações data do início da década de 1930, originou estratégias para a análise das taxas de retorno em dividendos de uma ação, denominada de *dividend yield* (Gordon, 1959, 1963). La Porta *et al.* (2000) evidenciam que pressões exercidas por acionistas minoritários são fortes meios de garantir o pagamento eficaz dos dividendos. Diante disso, um aumento no pagamento de dividendos por parte das empresas pode indicar um cenário susceptível à existência de boas práticas de governança corporativa, uma vez que é um indicativo de que os interesses dos acionistas minoritários estão sendo respeitados.

No que se refere a esses interesses, o conselho de administração é o principal órgão a representá-los. Com base na literatura, percebe-se que no Brasil, em geral, os conselheiros são principalmente acionistas majoritários e executivos das próprias empresas, com uma menor participação de membros independentes (Dutra & Saito, 2002, Schiehl & Santos, 2004, Bebchuk & Weisbach, 2010). Sendo assim, é possível esperar uma relação positiva entre o *dividend yield* e a independência dos membros do *board*, partindo do pressuposto de que

conselhos compostos em sua maioria por conselheiros independentes são mais eficientes, uma vez que sofrem menor influência da administração.

A eficiência de um conselho de administração também pode diminuir à medida que o número dos seus membros aumenta, uma vez que poderiam surgir conflitos internos e problemas de *free-riding*, além do maior custo (Jensen, 1993, Vafeas, 2000, Ahmed & Duellman, 2007, Holtz *et al.*, 2013). Entretanto, estudos relacionados ao *dividend yield* e às características do *board* destacam que, quanto maior o seu número de membros, maior é a rentabilidade dos dividendos (Bokpin, 2011, Abor & Fiador, 2013, Mansourinia *et al.*, 2013). Com isso, a partir dos estudos supracitados, espera-se encontrar uma relação positiva entre essas variáveis para as empresas listadas no IBRX 100.

Uma terceira característica relacionada é a presença efetiva das mulheres no *board*. Em geral, trabalhos recentes evidenciam uma relação positiva entre a proporção de mulheres e o desempenho da empresa (Adams & Ferreira, 2009, Madalozzo, 2011, Dezsö & Ross, 2012, Lazzaretti & Godoi, 2012, Silva Junior & Martins, 2015). Isto tendo em vista que a presença de mulheres no *board* influencia positivamente as dinâmicas desse conselho, minimizando o próprio risco das instituições. Em relação ao propósito desta pesquisa, Almeida, Klotzle e Pinto (2013) encontraram uma relação positiva entre esta participação e um maior *dividend yield*, todavia, não houve significância estatística nessa relação. Com isso, neste estudo também se parte do pressuposto de relação positiva da participação de mulheres no *board* com o *dividend yield* nas empresas investigadas.

Por fim, trabalhos como os de Walker (2009), Moura, Franz e Cunha (2013) e Bezerra *et al.* (2015) relacionam a maior proporção de membros externos nos conselhos de administração ao aumento da qualidade das decisões corporativas. Neste aspecto, supõe-se que exista uma relação positiva entre o *dividend yield* e a participação de membros externos, como ex-diretores ou ex-consultores (IBGC, 2009), que não influenciam diretamente as atividades da empresa, mas podem influenciar a governança corporativa da instituição. O Quadro 1 apresenta uma breve descrição das variáveis supracitadas, junto às respectivas relações esperadas com o *dividend yield*.

**Quadro 1 - Variáveis explicativas e relação esperada.**

Variável	Relação Esperada
Proporção de membros independentes no Conselho de Administração	+
Quantidade de membros efetivos no Conselho de Administração	+
Proporção de mulheres efetivas no Conselho de Administração	+
Proporção de membros externos no Conselho de Administração	+

Fonte: Elaborado pelos autores (2016).

Além disso, aspectos relacionados à alavancagem financeira podem estar negativamente relacionados ao *dividend yield*. A alavancagem financeira ocorre quando a instituição obtém recursos financeiros de terceiros com taxas inferiores aos resultados originados com a aplicação desses recursos na entidade, relacionadas ao tamanho da empresa (Martins, Miranda, & Diniz, 2014). Neste sentido, supõe-se que, quando menor a captação de capital de terceiros para alavancar os seus investimentos, maior a rentabilidade dos dividendos dos acionistas (Bokpin, 2011).

O tamanho da empresa, representado pelo logaritmo neperiano do seu Ativo Total, e a sua relação com o *dividend yield*, baseia-se nos trabalhos de Adjaoud e Bem-Amar (2010), Singhanian e Gupta (2012) e Timm Lima (2014). Partindo-se do pressuposto de que o valor do ativo total de uma instituição compreende um fator significativo para a política de dividendos, espera-se uma relação positiva entre estas variáveis, uma vez que, quanto maior o porte da empresa, maior a sua maturidade e, por consequência, maior tende a ser a rentabilidade dos dividendos aos acionistas.

Em se tratando da listagem em segmento diferenciado de governança corporativa, para Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) as empresas que aderem ao Novo Mercado, sendo regidas por práticas adicionais de governança, apresentam uma política de distribuição de dividendos mais flexível e menos engessada do que as empresas listadas nos outros níveis de governança da BM&FBovespa. Neste aspecto, espera-se uma relação positiva entre a variável *dummy* de governança e o *dividend yield* das empresas pertencentes ao IBrX 100.

Por fim, a divulgação da proporção de dividendos, o *dividend payout*, pode ter uma relação positiva com o *dividend yield* nas empresas analisadas. De forma geral, a preferência por maior *dividend yield* e a preocupação com a governança corporativa reforçaria altos níveis de *payout*, isto é, de maior proporção na distribuição dos dividendos aos acionistas (Hahn *et al.*, 2010, Holanda & Coelho, 2012).

Além disso, as empresas podem remunerar os seus acionistas por meio de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP). Com isso, uma vez que também representa uma forma de remuneração, também é considerada no cálculo do *dividend yield*, o que pode ocasionar uma proporção maior de distribuição do lucro líquido no exercício (Brasil, 1995, Choi, Saito, & Silva, 2015). Neste contexto, buscou-se analisar se esse excesso de *payout*, especificamente, também possui uma relação positiva e significativa com as características de governança corporativa das empresas, mitigando possíveis problemas de agência, assim como nos trabalhos de Harford, Mansi e Maxwell (2008), John, Knyazeva & Knyazeva (2015) e Benjamin e Zain (2015). O Quadro 2 ilustra a relação do *dividend yield* com as variáveis de controle supracitadas.

**Quadro 2 - Variáveis de controle e relação esperada.**

Descrição da Variável		Relação Esperada
Alavancagem Financeira	$\frac{LL_{it}/PL_{it}}{LOL_{it}/INV_{it}}$	-
Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do Ativo Total	+
Variável <i>Dummy</i> , 1 quando no Novo Mercado e 0, caso contrário		+
Proporção do pagamento de dividendos ( <i>dividend payout</i> )	$\frac{Dividendos_{it}}{LL_{it}}$	+
Variável <i>Dummy</i> , 1 quando a proporção do pagamento de dividendos for acima dos 100% do Lucro Líquido do período e 0, caso contrário		+

Fonte: Elaborado pelos autores (2016). Notas: em que, LL é o lucro líquido, PL é o patrimônio líquido, LOL é lucro operacional líquido e INV é investimento de toda empresa *i* no período *t*.

Com isso, a partir da revisão de literatura apresentada, parte-se do pressuposto que uma empresa pode determinar um nível maior de *dividend yield* e, conseqüentemente, uma redução dos conflitos de agência a partir da adoção de determinadas características de governança corporativa relacionadas ao seu conselho de administração. A operacionalização dessas relações é ilustrada nos procedimentos metodológicos apresentados a seguir.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Operacionalização da Pesquisa

A amostra preliminar deste artigo consistiu nas empresas listadas no Índice Brasil 100 (IBrX 100), considerando as empresas que integravam o referido índice no quadrimestre setembro-dezembro de cada ano, durante o período de 2010 a 2014. O IBrX 100 é um índice ao mesmo tempo abrangente e diversificado, uma vez que além de possuir as 100 ações mais

negociadas na BM&FBovespa (BM&FBovespa, 2016a), possui, assim como o Índice Bovespa (Ibovespa), maior visibilidade. Ainda, pode ser considerado como *benchmark* para as ações negociadas no Brasil, devido à sua abrangência de mais de 95% do volume negociado na BM&FBovespa (Mendes, 2015). Dessa forma, devido à concentração do número de negócios e do volume financeiro, justifica-se a utilização das empresas do IBrX 100, perfazendo um total de 500 observações ao longo dos 5 anos analisados.

Posteriormente, foram excluídas as instituições financeiras e de seguros (85 observações), em virtude de evitar vieses nas análises com as demais empresas integrantes da amostra, comprometendo os resultados da pesquisa, além das diferenças em suas alavancagens, quando comparadas às outras empresas (Moreira, Colauto, & Amaral, 2010). Além disso, também foram excluídas as observações que não apresentaram dados suficientes (105) e as que apresentaram *dividend payout* negativo (15), devido a prejuízos reportados nos exercícios sociais, o que poderia afetar a estimação dos coeficientes (Holanda & Coelho, 2012), resultando em uma amostra final de 295 observações, conforme a Tabela 1.

**Tabela 1 - Amostra da Pesquisa. 2010-2014.**

	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL
Carteira Teórica IBrX 100	101	100	101	99	99	500
(-) IF e Seguros	15	19	17	16	18	85
(-) Falta de Dados	30	20	18	23	14	105
(-) <i>Payout</i> Negativo	1	3	5	5	1	15
<b>Amostra da Pesquisa</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>295</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (2016).

Em relação ao modelo proposto, apresenta-se na Equação 1.

$$\begin{aligned}
 \text{DIV\_YIELD}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IND}_{it} + \beta_2 \text{TAM\_CONS}_{it} + \beta_3 \text{M\_CONS}_{it} + \beta_4 \text{ME\_CONS}_{it} + \beta_5 \text{ALAV}_{it} \\
 & + \beta_6 \text{TAM\_EMP}_{it} + \beta_7 \text{GC}_{it} + \beta_8 \text{DP}_{it} + \beta_9 \text{EXC\_DP}_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (1)$$

Em que,

$\text{DIV\_YIELD}_{it}$  é o *dividend yield*, calculado pela razão entre o lucro líquido distribuído por ação e o respectivo preço da ação da observação  $i$  no período  $t$ ;

$\text{IND}_{it}$  é a proporção de membros independentes no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{TAM\_CONS}_{it}$  é a quantidade de membros efetivos no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{M\_CONS}_{it}$  é a proporção de mulheres efetivas no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{ME\_CONS}_{it}$  é a proporção de membros externos efetivos no Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{ALAV}_{it}$  é a alavancagem Financeira da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{TAM\_EMP}_{it}$  é o tamanho da empresa, representado pelo logaritmo neperiano do Ativo Total da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{GC}_{it}$  é a variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa esteja listada no Novo Mercado ou 0, caso contrário;

$\text{DP}_{it}$  é o *dividend payout*, proporção do pagamento de dividendos da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{EXC\_DP}_{it}$  é o excesso de *dividend payout*, variável *dummy* relacionada à proporção do pagamento de dividendos acima do Lucro Líquido da empresa  $i$  no período  $t$ , assumindo 1, caso exista ou 0, caso contrário.

Para a realização do estudo, os dados foram coletados nos bancos de dados da *Thomson Reuters*, da *Economática* e do ComDinheiro. Ainda, para as informações sobre as características de governança corporativa foram analisados os Anuários de Governança Corporativa das Companhias Abertas, divulgados pela Revista Capital Aberto, e a listagem no Índice Governança Corporativa– Novo Mercado (IGC-NM) da BM&FBovespa (2016b) em cada um dos anos investigados.

### 3.2 Mínimos Quadrados Ponderados (MQP)

O Método dos Mínimos Quadrados Ponderados, ou MQP, trata-se de uma ramificação da modelagem de dados em painel de efeitos fixos com heterocedasticidade corrigida (Breusch, Mizon, & Schmidt, 1989, Hsiao, 2003). O presente tópico possui a finalidade de evidenciar a escolha do MQP em detrimento às demais técnicas relacionadas à modelagem de dados em painel (dados agrupados, efeitos fixos e efeitos aleatórios) por meio dos testes de diagnóstico de painel.

Preliminarmente, os testes de validação tiveram a finalidade de analisar a aplicação do modelo estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou por análise em painel fixos ou aleatórios. Para a análise entre a estimação por MQO e a modelagem de dados em painel com efeitos fixos, foi realizado o teste de Chow, que indicou a utilização da modelagem de dados em painel com efeitos fixos, mesmo que, quando comparados, evidenciaram uma relação significativa a 1% para as variáveis de tamanho do *board*, tamanho da empresa, ingresso no Novo Mercado e *dividend payout*. Considerando-se que as estatísticas de teste foram baseadas em um painel não balanceado, destacou-se, a partir da aplicação do teste de Chow, a existência desta falha estrutural.

Posteriormente, aplicou-se o teste de Breusch-Pagan, baseado no multiplicador de Lagrange, com a finalidade de analisar se o modelo *POLS* é mais relevante que a modelagem de dados em painel com efeitos aleatórios e o teste de Hausman, com a finalidade de comparar os painéis com efeitos fixos e aleatórios, respectivamente. Neste aspecto, os baixos *p*-valores resultantes de ambos os testes validaram a hipótese da existência de possíveis efeitos aleatórios na amostra e, em seguida, quando comparados, a utilização do modelo com efeitos fixos se mostrou mais adequado.

Neste contexto, visto que o modelo de efeitos fixos foi o que melhor ilustrou a relação entre o *dividend yield* e as características de governança corporativa das empresas listadas no IBrX 100, foi aplicado o teste de Wald, com a finalidade de analisar a heterocedasticidade dos resíduos da regressão. Entretanto, os resultados do Teste de Wald destacaram a existência de heterocedasticidade nos resíduos da regressão. Com isso, destaca-se que os resíduos da regressão não possuem variância constante.

Com a finalidade de corrigir o problema de heterocedasticidade foram utilizados os estimadores de Mínimos Quadrados Ponderados. Os MQP são estimadores de Mínimos Quadrados Generalizados com correção para heterocedasticidade, isto é, buscam atribuir um menor peso às observações que possuem maior variância do erro, ao contrário do MQO, adequado para quando a variância do erro é constante (Wooldridge, 2010).

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Análise Exploratória dos Dados

O presente tópico apresenta uma discussão das observações coletadas, referente ao *dividend yield* e às respectivas variáveis explicativas deste artigo, considerando a análise exploratória dos dados, partindo do pressuposto que, por meio da manipulação exaustiva

destes dados, pode-se analisar de maneira mais precisa o comportamento da amostra, e refleti-la em relação à análise do modelo.

De forma geral, como pode ser observado na Tabela 2, o *dividend yield* médio foi de 4,41%, ou R\$ 0,041 centavos para cada R\$ 1,00 de preço das ações ao final de cada exercício, com um desvio padrão de 5,23%. A ocorrência de valores “zero” na variável podem ser justificados pela não distribuição de dividendos no respectivo período. Um aspecto que pode apresentar um indício do que é apresentado por La Porta *et al.* (2000), o qual divulga que existe a possibilidade de as empresas listadas na BM&FBovespa encontrarem lacunas para não pagar dividendos mínimos impostos por Lei. Neste contexto, a Tabela 2 apresenta as demais medidas descritivas globais, relacionadas às variáveis explicativas deste trabalho.

**Tabela 2 – Estatísticas Descritivas**

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
DIV_YIELD (%)	4,41	2,97	0,00	52,56	5,23
TAM_CONS*	8,7	9,0	0,0	16,00	2,3
M_CONS (%)	5,57	0,00	0,00	40,00	7,68
ME_CONS (%)	88,40	88,88	10,00	100,00	16,09
IND (%)	31,12	28,57	0,00	100,00	22,13

Fonte: Resultados da Pesquisa (2016). Notas: em que, DIV\_YIELD é o dividend yield, TAM\_CONS é o tamanho do conselho de administração, M\_CONS é a presença de mulheres no conselho, ME é a presença de membros externos no conselho e IND é a presença de membros independentes no conselho

A variável tamanho do conselho de administração revelou que, em média, a quantidade de membros do conselho de administração das empresas é de 8,7 membros, podendo chegar a apresentar um mínimo de 0 e um máximo de 16 membros efetivos, com um desvio padrão de 2,3, aproximando-se do que é divulgado pelo IBGC (2009). Destaca-se que, apesar de a Lei Nº 6.404/76 exigir um mínimo de 3 membros no conselho de administração das sociedades anônimas, pode-se encontrar companhias que informaram ter “zero” membros.

Ao considerar a variável que representa a presença de mulheres no conselho de administração, observa-se que, em média, a presença feminina na alta gestão das empresas listadas no IBrX 100 é de 5,57% do total de membros, sendo possível chegar a 40,00%, com um desvio padrão de 7,68%, indicando que as mulheres ainda estão em minoria ao apoderar-se de cargos de alta gestão nas empresas, corroborando com dados do IBGC (2009). Na variável subsequente, considerou-se a presença de membros externos nos conselhos de administração, identificando-se uma média de 88,40%, apresentando um mínimo de 10,00% e podendo alcançar a composição total da alta gestão somente com conselheiros externos. Com isso, nota-se que, na amostra em estudo, não há conselhos de administração formados sem a presença de membros externos.

A variável proporção de membros independentes nos conselhos de administração aponta que, em média, há uma independência de 31,12% dos membros efetivos da alta gestão, apresentando a existência de discrepâncias entre as características dos conselhos de algumas empresas, existindo conselhos compostos na sua totalidade por membros independentes, juntamente com conselhos formados por nenhum membro independente na amostra analisada.

## 4.2 Análise do Painel e Discussão dos Resultados

De forma geral, de acordo com a análise do coeficiente de determinação ( $R^2$ ), aproximados 68,77% da variação no *dividend yield* das empresas listadas no IBrX 100 no período de 2010 a 2014 pôde ser explicada pelas características de governança corporativa da Equação (1). Conforme Fávero *et al.* (2009), é comum que a modelagem dos dados em painel destaque valores de  $R^2$  medianos, entretanto satisfatórios para explicar o comportamento das

variáveis. A Tabela 3 destaca os resultados do modelo estimado através dos Mínimos Quadrados Ponderados, proposto nesta pesquisa.

Em relação à estimação do modelo, os coeficientes originados são similares à estimação por MQO, inclusive no que tange aos sinais encontrados, o que demonstra a confiabilidade dos resultados. De forma preliminar, a proporção de membros independentes no conselho de administração evidenciou uma relação significativa e negativa (-0,0108), considerando que, quando menor a independência do *board*, maior o *dividend yield* da instituição. Esse resultado vai de encontro aos achados de Weisbach (1988), Beasley (1996) e Abor e Fiador (2013), pois para a amostra analisada nesta pesquisa, quanto maior o número de membros independente no conselho, menor foi a rentabilidade dos dividendos.

Isto sugere que, no Brasil, a presença de membros independentes não representa a defesa dos interesses dos acionistas em receber maior retorno em dividendos sobre seus investimentos, como aponta a literatura internacional. Ainda, verifica-se que parte desse fenômeno pode estar relacionado aos resultados da companhia e que a estrutura do conselho de administração possui pouca capacidade prática para influenciar o deslocamento de diretores quando sua *performance* frente à gestão da companhia é insatisfatória, e que os estatutos normalmente não têm orientações relacionadas aos deveres de um diretor (Bebchuk & Weisbach, 2010). Além disso, executivos poderosos presentes nesses conselhos são suscetíveis de influenciar o processo de indicação de diretores, em favor daqueles que são mais propensos para ajudar os gestores a atingir seus objetivos (Hermalin & Weisbach, 1998).

Por meio dos resultados obtidos, dentro das características relacionadas à governança corporativa, a variável relacionada ao tamanho do conselho de administração foi a que sensibilizou uma maior influência significativa (0,2977), e de forma positiva quando relacionada ao *dividend yield*, isto é, destacando que quanto maior o número de membros no conselho de administração, maior tende a ser a rentabilidade dos dividendos, corroborando os estudos de Bokpin (2011), Abor e Fiador (2013) e Mansourinia *et al.* (2013). Este fenômeno é um indício de que tem se dado maior atenção aos interesses dos acionistas minoritários no Brasil, de modo que boas práticas de governança corporativa estão associadas com um aumento no pagamento de dividendos.

**Tabela 3 – Resultados da Equação (1) por Métodos Quadrados Ponderados. 2010-2014.**

Painel A					
	Coefficiente	Erro Padrão	Razão <i>t</i>	<i>p</i> -valor	
Constante	10,2379	1,21815	8,4045	<0,0001	***
IND	-0,0108	0,0046	-2,3366	0,0202	**
TAM_CONS	0,2977	0,0569	5,2340	<0,0001	***
M_CONS	-0,0532	0,0121	-4,4063	<0,0001	***
ME_CONS	-0,0114	0,0063	-1,8077	0,0717	*
ALAV	-0,0469	0,0702	-0,6674	0,5050	
TAM_EMP	-0,2705	0,0410	-6,5995	<0,0001	***
GC	-2,2460	0,2023	-11,1032	<0,0001	***
DP	0,0040	0,0010	3,8797	0,0001	***
EXC_DP	0,5698	0,2418	2,3563	0,0191	**
Painel B					
R-quadrado	0,687666		R-quadrado ajustado	0,677803	
F(5, 580)	69,72052		P-valor(F)	8,23e-67	

Fonte: Resultados da Pesquisa (2016). Nota: Pesos baseados nas variâncias de erro por unidade. Em que, *IND* é a proporção de membros independentes no conselho de administração, *TAM\_CONS* é a quantidade de membros efetivos no conselho, *M\_CONS* é a proporção de mulheres efetivas no conselho, *ME\_CONS* é a proporção de membros externos efetivos no conselho, *ALAV* é a alavancagem financeira, *TAM\_EMP* é o tamanho da empresa, *GC* é a variável *dummy* assumindo 1 quando no Novo Mercado ou 0, caso contrário, *DP* é a proporção do pagamento de dividendos (*dividend payout*), *EXC\_DP* é a variável *dummy* assumindo 1 quando a proporção do

pagamento de dividendos for acima dos 100% do Lucro Líquido do período ou 0, caso contrário. Significância: \*\*\* a 1%, \*\* a 5% e \* a 10%

A relação com a proporção de mulheres no *board* também apresentou um sinal contrário ao esperado (-0,0532), significativo. Neste aspecto, os resultados indicaram que uma maior presença de mulheres em conselhos de administração possui uma relação negativa com *dividend yield* das instituições listadas no IBrX 100, corroborando os estudos de Martins *et al.* (2012) e Silva Júnior e Martins (2015), que também utilizaram o IBrX 100 como objeto de pesquisa. Este resultado permite analisar que as características comportamentais femininas, vistas por Dezso e Ross (2012) como comunicação, empatia, aversão ao risco, busca pelo consenso e aspecto mais democrático, tendem a influenciar decisões relacionadas à distribuição de dividendos de modo mais conservador no Brasil.

Além disso, a presença de ex-diretores ou ex-consultores, por exemplo, não caracterizaria um maior aumento na rentabilidade dos dividendos (-0,0114), embora significativo a 10%, estando, portanto, em confronto com as evidências de Walker (2009), Moura, Franz e Cunha (2013) e Bezerra *et al.* (2015). O Quadro 3 apresenta uma comparação entre as relações esperadas das variáveis relacionadas à independência, ao tamanho e à participação de mulheres e membros externos no conselho de administração e as relações encontradas, a partir da estimação do modelo proposto.

**Quadro 3 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (variáveis explicativas). 2010-2014.**

Variável	Descrição da Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada
IND	Proporção de membros independentes no Conselho de Administração	+	-
TAM_CONS	Quantidade de membros efetivos no Conselho de Administração	+	+
M_CONS	Proporção de mulheres efetivas no Conselho de Administração	+	-
ME_CONS	Proporção de membros externos efetivos no Conselho de Administração	+	-

Fonte: Resultados da Pesquisa (2016). Em que, *IND* é a proporção de membros independentes no conselho de administração, *TAM\_CONS* é a quantidade de membros efetivos no conselho, *M\_CONS* é a proporção de mulheres efetivas no conselho, *ME\_CONS* é a proporção de membros externos efetivos no conselho.

Em relação às variáveis de controle, a alavancagem financeira é a única variável não significativa do modelo (*p-valor* de 0,51). No tocante ao tamanho da empresa, os resultados sugerem que quando menor o ativo total da instituição, maior é a rentabilidade dos dividendos (-0,2705), o que não corrobora as evidências previstas pelos autores Adjaoud e Bem-Amar (2010), Singhanía e Gupta (2012) e Timm Lima (2014). Isto sugere que, no Brasil, o recebimento de maiores dividendos não está ligado ao tamanho da empresa, que supostamente atingiram sua maturidade. As empresas menores podem utilizar a rentabilidade dos dividendos como atrativo para os investidores, como forma de compensar seu risco.

Quanto à participação da empresa no Novo Mercado da BM&FBovespa, os resultados indicam um impacto negativo na rentabilidade dos dividendos (-2,2460), o que também contradiz as evidências anteriores. Consoante Canellas e Leal (2009), mesmo com restrições que permitem somente ações ordinárias (ON) e consequente mitigação da expropriação dos minoritários, estes estímulos não garantem que os conflitos de agência sejam eliminados, devido a concentração de propriedade característica do mercado de capitais brasileiro. Por essa razão, no Brasil, as características de governança corporativa podem não ter influenciado o *dividend yield* das empresas.

De acordo com Loss e Sarlo Neto (2003), a política de dividendos pode envolver fundamentalmente a decisão da proporção dos lucros que será distribuída. Neste aspecto, a divulgação desta proporção, o *dividend payout*, originou uma relação positiva e significativa para explicar um maior *dividend yield* destas instituições (0,0040), e com uma maior influência, também positiva, porém, quando estes valores excedem os 100% do lucro líquido (0,5698). Estes sinais coadunam com o estudo de Holanda e Coelho (2012), que, pela ótica do efeito clientela, destacam que os investidores podem aplicar seus recursos em firmas com políticas de dividendos que preconizam a maior distribuição, contribuindo para uma maior liquidez dessas ações. Considerando-se o objeto de estudo desta pesquisa, o IBrX 100, tal justificativa pode ser suportada.

Por fim, o Quadro 8 apresenta uma comparação entre as relações esperadas para as variáveis de controle propostas, a partir da literatura, e as relações encontradas, a partir da estimação do modelo.

**Quadro 8 – Comparação entre as relações esperadas e encontradas (variáveis de controle). 2010-2014.**

Variável	Descrição da Variável		Relação Esperada	Relação Encontrada
ALAV	Alavancagem Financeira	$\frac{LL_{it}/PL_{it}}{LOL_{it}/INV_{it}}$	-	-
TAM_EMP	Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do Ativo Total	+	-
GC	Variável <i>dummy</i> , 1 quando no Novo Mercado e 0, caso contrário.		+	-
DP	Proporção do pagamento de dividendos ( <i>dividend payout</i> )	$\frac{Dividendos_{it}}{LL_{it}}$	+	+
EXC_DP	Variável <i>dummy</i> , 1 quando a proporção do pagamento de dividendos for acima dos 100% do Lucro Líquido do período e 0, caso contrário.		+	+

Fonte: Resultados da Pesquisa (2016). Notas: Em que, LL é o lucro líquido, PL é o patrimônio líquido, LOL é o lucro operacional líquido e INV é o investimento.

Como visto, das nove variáveis propostas com a finalidade de explicar a relação entre o *dividend yield* e características de governança corporativa das empresas, foram encontradas cinco relações contraditórias à literatura apresentada, possivelmente marcadas pelas características próprias do mercado brasileiro, e outras quadro que ratificaram a literatura.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Teoria da Agência destaca o papel da propriedade dos gestores como um mecanismo de governança a partir de uma perspectiva entre o agente e o principal. Neste aspecto, a utilização de dispositivos de governança corporativa auxilia na limitação do oportunismo dos gestores, em defesa de seus interesses pessoais, e na busca pela maior rentabilidade dos acionistas, interesse dos proprietários. Neste contexto, para Claessens e Yurtoglu (2013) diversos são os canais para a identificação dos impactos da governança corporativa entre países e instituições, entre estes, o aumento do acesso ao financiamento externo pelas firmas, a redução do custo de capital, a melhora do desempenho operacional, sensibilizado pelo impacto desses recursos, além de um melhor relacionamento com os *stakeholders*.

Além disso, estudos relacionados ao *dividend yield* o relacionam aos aspectos de governança corporativa e às variáveis da empresa, conforme Bellato, Silveira e Savoia (2006) e Alencar *et al.* (2012). Por essa razão, este trabalho analisou essa relação e a consequente influência na rentabilidade dos dividendos. Em seus resultados, pode-se verificar que as

variáveis que mensuraram o tamanho do conselho de administração e o *dividend payout* foram positivamente relacionadas ao *dividend yield*, enquanto as demais variáveis apresentaram relações negativas com variável dependente, com exceção da variável alavancagem financeira, que não foi significativa para o modelo proposto.

Desta forma, nota-se que, os acionistas recebem a rentabilidade dos dividendos e possuem a expectativa de valorização posterior de seus investimentos, entretanto, otimizando-os se e somente se, os interesses de longo prazo da empresa forem respeitados. Os resultados fornecem argumentos diferenciados do que é visto na literatura em parte das variáveis mencionadas, fortalecendo a ideia de que o tamanho do conselho de administração influencia em uma maior rentabilidade dos dividendos.

Dessa maneira, este trabalho contribui com a literatura existente por ampliar as evidências em relação aos mecanismos de governança corporativa e sua influência na distribuição de dividendos, além de utilizar uma amostra de empresas que refletem maior liquidez na BM&FBovespa. Como limitações desta pesquisa, incluem-se a falta de dados das empresas listadas no IBrX 100, para as variáveis analisadas, a fim de que as estimativas das variáveis promovessem uma análise mais específica do objeto estudado. Ainda, destacam-se limitações relacionadas à amostra analisada e ao método utilizados, que representam apenas uma aproximação de uma complexa realidade, sem a intensão de terem seus resultados tomados como resposta definitiva ao problema de pesquisa investigado.

Para pesquisas futuras, é pertinente o aperfeiçoamento deste modelo, por meio da utilização de outras características indicadas no Código das Melhoras Práticas de Governança Corporativa, como a presença de comitês de auditoria, por exemplo, além da própria ampliação da série temporal. Adicionalmente, sugere-se também a análise sob a perspectiva do índice de maiores pagadores de dividendos da BM&FBovespa com a estrutura do conselho de administração das empresas, a fim de incentivar maiores evidências dos efeitos da governança corporativa sobre a rentabilidade dos dividendos.

## REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa?. *International Journal of Law and Management*, 55(3), 201-225.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2), 411-437.
- Alencar, V. B., de Almeida, R. S. G., de Araujo Neto, L. M., do Amaral, M. R., & de Matos, E. B. S. (2012). DIVIDEND YIELD: IGC VERSUS IBOV. REAVI-Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí, 1(1), 1-11.
- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. DOI: 10.15600/1679-5350/rau.v11n1p156-180. *Revista de Administração da Unimep-Unimep Business Journal*, 11(1), 156-180.

Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 443-465.

Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.

Bellato, L. L. N., Silveira, A., & Savoia, J. R. F. (2006). Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação Em Administração, 30.

Benjamin, S. J., & Mat Zain, M. (2015). Corporate governance and dividends payout: are they substitutes or complementary? *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), 177-194.

Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de propriedade, conselho de administração e disclosure voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25-46.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo. Índice Brasil – IBRX. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrX&Idioma=pt-BR>> Acesso em: 07 jan. 2016a.

\_\_\_\_\_. Índice Governança Corporativa – Novo Mercado - IGC-NM. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGNM&idioma=pt-br>>. Acesso em: 07 jan. 2016b.

Bokpin, G. A. (2011). Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), 61-73.

Brasil. Lei nº. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. *Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.* Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/leis/Ant2001/lei924995.htm>>. Acesso em: 10 jan. 2016.

Bratton, W. W., & McCahery, J. A. (1999). Comparative corporate governance and the theory of the firm: The case against global cross reference. *Colum. J. Transnat'l L.*, 38, 213.

Breusch, T. S., Mizon, G. E., & Schmidt, P. (1989). Efficient estimation using panel data. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 695-700.

Canellas, T. C., & Leal, R. P. C. (2009). Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006. *Ética, sustentabilidade e sociedade*, 49-68.

Cheung, Y. L., Chung, C. W., Tan, W., & Wang, W. (2013). Connected board of directors: A blessing or a curse?. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3227-3242.

- Choi, D. Y., Saito, R., & Silva, V. A. B. (2015). Estrutura de Capital e Remuneração dos Funcionários: Evidência Empírica no Brasil/Capital Structure and Staff Salary: Empirical Evidence in Brazil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 249.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
- 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.
- Dezsö, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, 33(9), 1072-1089.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9-27.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Base*, 10(1).
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados. *Modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus.
- Frezatti, F., Bido, D. D. S., Cruz, A. P. C. D., Barroso, M. F. G., & Machado, M. J. D. C. (2012). Decisões de investimento em ativos de longo prazo nas empresas brasileiras: qual a aderência ao modelo teórico. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(1), 1-22.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J., & Nossa, V. (2010). Um Estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2012). Corporate governance and firm cash holdings in the US. In *Corporate Governance* (pp. 107-138). Springer Berlin Heidelberg.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro/dividends and clientele effect: evidence in the brazilian market/dividendos y efecto clientela: evidencias en el mercado brasileño. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448.

Holtz, L., & Neto, A. S. (2014). Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 255-266.

Holtz, L., Vargas, L. H. F., da Silva Macedo, M. A., & Bortolon, P. M. (2013). Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(3), 321-347.

Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data* (No. 54). Cambridge university press.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

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.

John, K., Knyazeva, A., & Knyazeva, D. (2015). Governance and payout precommitment. *Journal of Corporate Finance*, 33, 101-117.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

Lazzaretti, K., & Godoi, C. K. (2012). A Participação Feminina nos Conselhos de Administração das Empresas Brasileiras: uma análise das características de formação acadêmica e experiência profissional à luz da teoria do capital humano. *Revista Gestão & Conexões*, 1(1), 159-186.

Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(SPE), 39-53.

Madalozzo, R. (2011). CEOs e Composição do Conselho de Administração: a Falta de Identificação Pode Ser Motivo para Existência de Teto de Vidro para Mulheres no Brasil? *Revista de Administração Contemporânea*, 15(1), 126.

Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekadarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 237-241.

Martins, E., Miranda, G. J., & Diniz, J. A. (2014). Análise didática das demonstrações contábeis. *São Paulo: Atlas*.

Martins, O. S., Mazer, L. P., Lustosa, P. R. B., & Paulo, E. (2012). Características E Competências Dos Conselhos De Administração De Bancos Brasileiros E Suas Relações Com Seus Desempenhos Financeiros (Features and Powers of Boards of Directors of Brazilian Banks and Their Relationship with Its Financial Performance). *Revista Universo Contábil*, 8(3), 40-61.

Mendes, d. L. *Especificação de um modelo para explicação e projeção de retornos do IBrX 100*. (2015). Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-

Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Escola Brasileira de Economia e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, 46 p., Rio de Janeiro.

Moreira, R. L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(54), 64-84.

Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 47(4).

Moura, G. D. De; Franz, L.; Cunha, P. R. Da. (2013). Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. In: Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais - SIMPOI, 16, São Paulo. *Anais...* FGV.

Schiehl, E., & Santos, I. O. (2004). Ownership structure and composition of boards of directors: Evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração*, 39(4), 373-384.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Silva Junior, C. P. Da; Martins, O. S. (2015). Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro? Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 15, São Paulo. *Anais...* FEA-USP.

Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.

Singhania, M., & Gupta, A. (2012). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 16(3), 153-162.

Timm Lima, L. *Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: evidências das empresas listadas na BM&FBovespa*. (2014). Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Pós-Graduação em Administração, Rio de Janeiro.

Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.

Walker, K. (2009). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357-387.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.