

RELAÇÃO ENTRE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS E NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 EM PERÍODO DE CRISE E NÃO-CRISE

JOSÉ MATHEUS BARBOSA DE SOUSA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

ANNANDY RAQUEL PEREIRA DA SILVA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

ANDERSON LUIZ REZENDE MÓL

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

ATELMO FERREIRA DE OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

RELAÇÃO ENTRE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS E NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 EM PERÍODO DE CRISE E NÃO-CRISE

1. INTRODUÇÃO

No mercado de capitais, os mecanismos de Governança Corporativa (GC) são considerados relevantes (Peixoto & Buccini, 2014). De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), o conjunto destes mecanismos tem como objetivo resguardar os investidores externos à companhia. Shleifer e Vishny (1997) definem que a GC estuda as formas que os fornecedores de recursos asseguram para obter retorno sobre seu investimento. No caso brasileiro, a maior concentração de propriedade e a menor proteção aos investidores minoritários, favorecem às preocupações relacionadas à GC (La Porta *et al.*, 2000).

Os níveis de GC da B3 compreendem o Tradicional, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado e objetivam melhorar as avaliações das empresas que aderem voluntariamente aos respectivos níveis (B3, 2020). Os níveis diferenciados de GC (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) aumentam a proteção dos direitos minoritários (Lameira, Ness Júnior & Macedo-Soares, 2007). De acordo com Monks e Nell (1995) as empresas com melhores práticas de GC, passam mais confiança aos investidores e se tornam mais atrativas. Para Vancin e Procianny (2016) as boas práticas de GC protegem os interesses dos acionistas, resolvendo os conflitos de agência.

No mercado acionário brasileiro, com o objetivo de assegurar um retorno mínimo aos acionistas, deve-se dar destaque ao dividendo mínimo obrigatório como meio de distribuição da riqueza gerada (Souza, Peixoto & Santos, 2016). Nesse sentido, para Almeida, Pereira e Tavares (2015), a política de distribuição destes dividendos é de grande importância no processo decisório financeiro das organizações, considerando o impacto direto no fluxo de caixa, políticas de financiamento e investimento e na atração de novos investidores e manutenção dos atuais, resultando na interferência do desempenho econômico e financeiro das organizações.

Leite, Pamplona, Silva, Brandt e Schlotfeldt (2020) induzem uma preocupação das organizações ao ponto de que crises econômicas não deixem mais de ser desconsideradas na análise em finanças corporativas, em virtude da alteração que causam nas estratégias empresariais, ocasionado impacto no desempenho das organizações. Para Lim (2016) crises econômicas representam uma excelente oportunidade de analisar como esses choques econômicos afetam as políticas de dividendos.

A literatura aponta alguns fatores que podem ter influência no processo de distribuição de dividendos, tais como legislação, tributação e cenário econômico que variam de país para país, além dos aspectos individuais de cada empresa. Desta forma, é importante levar em conta as singularidades de cada ambiente empresarial nacional ou individual ao realizar uma pesquisa nessa área (Vancin & Procianny, 2016).

Estudos anteriores feitos por Jiraporn, Kim e Kim (2011) e Souza, Peixoto e Santos (2016) encontraram em seus resultados que há uma relação significativa e positiva entre os dividendos pagos aos acionistas e o nível das práticas de GC. De acordo com Bhattacharya e Rhee (2016) essas duas variáveis (dividendos e GC) são complementares, e coadunam para que os gestores consigam minimizar os riscos associados aos conflitos entre os agentes.

Diante disso, com o intuito de verificar a relação entre dividendos distribuídos e GC, emerge a seguinte questão de pesquisa: **qual a relação entre os dividendos distribuídos e os níveis diferenciados de GC das empresas brasileiras listadas na B3, em períodos de crise e não-crise?** O objetivo geral do estudo é verificar o impacto do nível de GC na distribuição de

dividendos em períodos de crise e não-crise, das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2020. Para atingir este objetivo é preciso comparar o comportamento da distribuição dos dividendos entre os níveis de GC e verificar se a variável crise, indicada pelos anos em que o PIB apresentou queda ou redução, assim como outras variáveis influenciam no comportamento da distribuição dos dividendos dessas empresas.

O presente estudo justifica-se pela fomentação na discussão sobre a relação entre o nível de GC e a Política de Distribuição de Dividendos, considerando que as políticas adotadas pelas organizações quanto ao pagamento dos dividendos resulta em incentivos de novos investimentos e mantém os atuais, assim como evidenciar o impacto de períodos de crise nessa relação. Além disso, o conhecimento sobre o que pode influenciar nessa distribuição funciona como base para identificar as políticas de proteção aos acionistas dessas companhias.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

A Governança Corporativa (GC) é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015) como um sistema no qual as companhias são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais interessados. Ela tem sua origem na tentativa da busca para encontrar soluções para os problemas de agência decorrentes da separação entre controle e propriedade, conforme foram inicialmente discutidos por Berle e Means (1932) e posteriormente formalizados por Jensen e Meckling (1976) na forma da Teoria da Agência.

Jensen e Meckling (1976) retratam que a Teoria da Agência versa acerca das relações de conflito de interesse entre acionista (principal) e gestor (agente), que diante do contexto de separação de propriedade, buscam maximizar seus próprios interesses, onde uma relação contratual é estabelecida e o principal delega ao agente a execução de uma tarefa que requeira a tomada de decisão deste. Dessa forma, o agente agindo com o objetivo de aumentar sua própria riqueza, acarreta em viés nas decisões das organizações, impactando o desempenho global da firma, o que reflete nos recursos disponíveis para distribuição ao principal (Souza, Peixoto & Santos, 2016).

Ao ser firmado esse contrato entre as partes, o ambiente é de assimetria informacional, que segundo Martins e Famá (2012) ocorre em virtude de o gestor possuir mais informações do que o acionista sobre investimentos e dividendos. Esse contexto reflete o surgimento da GC, onde os dividendos distribuídos aos acionistas, contribuiriam para reduzir os conflitos de agência. La Porta *et al.* (2000) asseveram que os conflitos de agência são mais amplos em contexto de países que possuem leis mais fracas e *enforcement* deficiente, como por exemplo, o Brasil, seja decorrente dos custos incorridos para controlá-los, ou pelo risco da relação forçada dos acionistas minoritários pelos majoritários, depreendendo-se disso, que os dividendos são mais valorizados pelos acionistas.

A adoção de boas práticas de GC objetiva minimizar os problemas de agência decorrentes da relação entre acionistas e gestores. Assim, infere-se que empresas com mais qualidade de governança sofrem menos conflitos de agência (Chang, Chen, Chou & Huang, 2015). As boas práticas de GC, de acordo com Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017) são capazes de melhorar a gestão da empresa, o seu desempenho, além de aumentar seu valor de mercado e reduzir a assimetria informacional.

No Brasil, o principal problema de agência é entre o acionista controlador e o acionista não controlador, decorrente da grande concentração de ações com direito a voto (Okimura, Silveira & Rocha, 2007). Conforme Shleifer e Vishny (1997), as práticas de GC objetivam

garantir o retorno do capital investido nas empresas para os proprietários do capital. La Porta *et al.* (2000) enfatizam que a GC pode ser vista também como um meio de evitar a expropriação dos acionistas não controladores.

De acordo com Silva, Nardi e Pimenta (2012) a adoção de práticas diferenciadas de GC torna o mercado de ações uma melhor alternativa, em virtude do aumento na demanda pelas ações da empresa, no qual os investidores terão menor risco. Dessa forma, em 2001, a B3 criou os níveis diferenciados de GC (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), que aumentam a proteção dos direitos minoritários (Lameira *et al.*, 2007).

O Nível 1 tem como principal objetivo aumentar a transparência das empresas e o acesso às informações pelos investidores, logo, devem divulgar mais informações do que as exigidas em lei, além de se comprometerem de manter no mínimo 25% de suas ações no mercado (B3, 2020). Devem também divulgar demonstrações financeiras trimestrais, não ter partes beneficiárias, entre outras (Silva, Nardi & Pimenta, 2012).

O Nível 2, além da transparência das companhias, têm o direito de manter ações preferenciais (PN), e devem buscar oferecer direitos societários; as PN dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas (B3, 2020).

O Novo Mercado, considerado o padrão de transparência de governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, é recomendado para empresas que pretendem realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor. Diferencia-se do Nível 2, pois suas companhias são obrigadas a negociarem exclusivamente ações ordinárias (ON) (B3, 2020). Scalzer, Almeida e Costa (2006) enfatizam que, para fazer parte no NM a empresa deve assinar um contrato de compromisso em utilizar um conjunto de regras societárias mais exigentes que a própria legislação brasileira, de forma a aumentar os direitos dos acionistas e melhorar a qualidade das informações para os usuários.

Vale destacar, a existência de mais dois níveis, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, criados na B3 em 2005 e 2014, respectivamente, para empresas que almejam acessar o mercado de forma gradual. O Bovespa Mais, criado em 2005, tem o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais, com elevados padrões de GC e transparência com o mercado (B3, 2020).

O Bovespa Mais Nível 2 segue os mesmos princípios do Bovespa Mais, diferenciando-se pelo fato de que o Bovespa Mais Nível 2 permite a negociação de ações preferenciais, além das ações ordinárias (B3, 2020). Ainda de acordo com a B3 (2020), no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

2.2 Política de Dividendos e Crise

Souza *et al.* (2016) definem os dividendos como os proventos pagos pelas empresas aos seus acionistas, sendo assim uma das formas de distribuição de lucros aos seus investidores, e para que esses dividendos sejam distribuídos, é preciso que as empresas definam suas políticas de distribuição.

Para Almeida, Pereira e Tavares (2015), a política de dividendos é uma parte importante do conjunto de decisões financeiras das organizações, pois impacta diretamente no fluxo de caixa, políticas de financiamento e investimento, na atração dos atuais e novos investidores que, por conseguinte, impacta no desempenho econômico e financeiro das organizações.

A política de dividendos ótima deve ponderar entre a parcela de lucro a ser distribuída e o potencial de novos negócios das empresas, além de maximizar a riqueza de seus acionistas. Logo, devem buscar um consenso mais amplo, que não envolva apenas a forma de financiamento da empresa, mas também amortize os inúmeros anseios do mercado acionário. Se esta política de dividendos for mal recebida pelo mercado, o valor da ação tende a cair e consequentemente a riqueza dos acionistas acompanha essa queda (Moreiras, Tambosi Filho & Garcia, 2009).

Com o trabalho de Miller e Modigliani (1961), a discussão sobre a relevância das políticas dos dividendos aumentou. Estes autores argumentaram que em mercados perfeitos e completos a política de dividendos não afeta o valor da empresa e, portanto, é irrelevante. Desde então, foram surgindo correntes teóricas que atribuíram novas explicações para o tema em mercados imperfeitos, fatores como assimetria da informação e problemas de agência foram sendo inseridos às análises e fornecendo novas evidências para a literatura (Mota, 2007).

Quanto à abordagem da informação assimétrica, considera-se que os administradores conhecem mais da empresa que seus acionistas. Nesta situação, os dividendos seriam uma maneira de apaziguar essa diferença, à medida que eles passam informação aos acionistas. Além disso, as alterações na política de dividendos estariam relacionadas com mudanças futuras no ganho da firma. Já quanto ao conflito de agência, os administradores e os acionistas podem ter interesses conflitantes e uma das causas desse conflito é a política de dividendos. Nessa teoria o dividendo reduziria o fluxo de caixa disponível para o administrador, e assim o submeteria a uma política mais restrita e rigorosa (Moreiras *et al.*, 2009).

Para Almeida *et al.* (2015), por exemplo, um fator que influencia o nível de distribuição de dividendos é a liquidez, uma vez que empresas com maior liquidez teriam mais recursos para distribuir como dividendos. O endividamento também é visto como um fator importante na distribuição de dividendos, em uma relação negativa, que pode ser entendida como decorrente do fato das empresas mais alavancadas serem obrigadas a realizar pagamentos dos juros e amortização das dívidas (Vanin & Procianoy, 2016).

O risco também é relevante, de acordo com Rodrigues *et al.* (2019), empresas com resultados mais voláteis tendem a distribuir menos dividendos, em virtude da falta de precisão associada aos resultados a serem obtidos no futuro. Para Santos (2014), por exemplo, a rentabilidade das empresas pode ser tida como uma importante causa da distribuição, considerando que a capacidade da empresa gerar resultado fornece uma relação significativamente positiva com o montante de dividendos pagos.

O crescimento dos lucros também é relevante para a distribuição dos dividendos, visto que traz menor incerteza ao futuro da empresa, e assim reduz a insegurança dos gestores para distribuir dividendos no presente (Lintner, 1956). Ainda conforme Rodrigues *et al.* (2019), o investimento também deve ser considerado, visto que se a empresa objetiva oportunidades viáveis de investimento, é esperado que retenha recursos para aproveitar essa oportunidade e reduza os dividendos.

Outro fator importante observado na literatura é o tamanho das organizações. Empresas maiores são mais pagadoras de dividendos, de acordo com Vancin e Procianoy (2016), que mostram que isso ocorre porque essas empresas têm maior facilidade na obtenção de crédito para financiamento de suas atividades, o que poderia lhe garantir uma maior distribuição de dividendos.

Leite *et al.* (2020) ressaltam que as organizações têm operado em ambientes muito competitivos e de ciclos econômicos recessivos, deixando as firmas em vulnerabilidade financeira, esse aspecto tem induzido uma preocupação nas organizações ao ponto de que crises econômicas não deixem mais de ser desconsideradas na análise em finanças corporativas, pois

esse fator provoca alterações das estratégias empresariais, ocasionado impacto no desempenho das organizações.

De acordo com Latham e Braun (2011) as crises econômicas representam o evento mais transformador enfrentado pelas empresas, e isso pode ser justificado pelo fato de ocorrerem de maneira inesperada e sem um período definido de duração. Fabregá e Nicolau (2016) apontam que períodos de recessão influenciam na tomada de decisões estratégicas dos negócios, impactando sobre as operações da empresa, como nas vendas, política de preços e decisões de financiamento e investimento. Esses ciclos são caracterizados pelo baixo crescimento econômico, estagnação ou recessão do Produto Interno Bruto (PIB) de uma nação (Filippetti & Archibugi, 2011).

Já no estudo de Kambil (2008), o autor aponta que há uma grande quantidade de estratégias que ajudam as empresas a passarem pelo período de recessões, concentrando recursos na missão de longo prazo e sucesso da empresa. Uma destas ferramentas é o nível de distribuição de dividendos.

Souza *et al.* (2016), por exemplo, ao analisarem a relação entre GC, distribuição de dividendos e considerando contextos de crise no Brasil, identificaram que a variável crise é positiva, no entanto não apresenta significância estatística, assim, períodos de crise não afetam significativamente a distribuição de lucros por meio de dividendos pagos pelas empresas. Já para Lim (2016), que estudou a crise de 2008, a maioria das empresas passou por um processo de redução do pagamento dos dividendos em virtude da crise econômica mundial.

Smits (2012) encontrou evidências de que a dimensão da empresa e o efeito clientela é que influenciam os impactos da crise nos dividendos, sendo que os dividendos aumentam ou permanecem durante a crise nas grandes empresas. Como possíveis razões para estes resultados, são apresentados o fato das empresas terem interesse em transmitir aos acionistas que a crise não a afetou, demonstrando resiliência acerca da sua situação financeira. Outra justificativa é que o fato de permanecerem com o nível de distribuição se dá em função da redução de boas oportunidades de investimento e devido aos problemas de agência. Além disso, La Porta *et al.* (2000), aponta que em países com menor proteção legal aos acionistas minoritários as empresas continuam a distribuir dividendos a seus acionistas em momentos de instabilidade como forma de substituição às garantias legais daqueles.

2.3 Estudos Anteriores

No âmbito nacional, Moreiras *et al.* (2009) analisaram 360 empresas com ações mais negociadas na BM&F Bovespa no período de 2000 a 2007, com o objetivo de testar se ocorreu uma queda na informação assimétrica em empresas com maiores graus de GC. O trabalho dos autores apontou queda de informação assimétrica nas empresas com práticas adicionais de GC. As empresas no mercado tradicional têm taxa de diminuição do *payout* maior; o aumento do lucro não é repassado via dividendos e elas têm maiores dificuldades para alterar a política de dividendos.

Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) objetivaram verificar qual a relação entre o nível de GC e a regularidade do pagamento de dividendos das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA entre 2001 e 2010. De acordo com os achados, há uma indicação de que o tempo de enquadramento em qualquer nível de GC, com exceção do tradicional, tem uma relação inversa com regularidade de pagamento de dividendos, apontando para possíveis gerenciamentos de resultados em empresas não enquadradas ou com pouco tempo de enquadramento. Ainda, constatou-se que o tipo de nível de GC guarda relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

Também no mercado acionário brasileiro, a pesquisa de Forti, Peixoto e Alves (2015) objetivou identificar os fatores que influenciaram na política de distribuição de dividendos de 300 empresas não financeiras listadas na bolsa de valores no período entre 1995 e 2011. Os

achados indicaram que o tamanho, o retorno sobre os ativos, a liquidez e o crescimento do lucro das companhias estão associados com uma maior probabilidade das companhias estudadas distribuírem dividendos, enquanto a alavancagem, nível de GC e risco apresentaram um efeito contrário.

Souza *et al.* (2016) também analisaram a relação que a tem na distribuição de dividendos de empresas brasileiras de capital aberto não financeiras. Para tanto foram coletados e analisados dados de companhias brasileiras não financeiras listadas na BM&F Bovespa, no período de 2002 a 2013. Os resultados mostraram que empresas com melhores práticas de GC pagam dividendos maiores do que aquelas com práticas de governança incipientes, que períodos de crise não influenciaram na forma de distribuição de dividendos e que alguns setores apresentaram significância estatística positiva na distribuição de dividendos.

Outros autores que buscaram verificar os determinantes das políticas de distribuição de dividendos foi Leite, Bogoni e Hein (2019). Eles analisaram 293 empresas de capital aberto ativas na BM&FBovespa em 2017, entre os anos de 2010 e 2016, encontrando resultados que demonstraram que a rentabilidade, o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos no ano anterior são os fatores que contribuem de forma positiva e significativa para a maior probabilidade das empresas em distribuir parte dos seus resultados em forma de dividendos, enquanto o endividamento apresentou relação negativa e significativa.

Leite *et al.* (2020) objetivaram verificar em seu estudo os determinantes do pagamento de dividendos nas empresas brasileiras listadas na B3 nos períodos de prosperidade e crise econômica entre os anos de 2010 a 2016. Os resultados mostraram que empresas sofrem perda de desempenho em períodos de crise econômica comparativamente ao período de prosperidade, todavia, não diminuem o pagamento de dividendos.

Já no mercado norte-americano, Jiraporn *et al.* (2011) estudaram a influência da GC sobre a distribuição de dividendos de 5.422 empresas no período entre 2001 e 2004. A amostra foi dividida em dois grupos: o primeiro grupo foi classificado como tendo uma governança forte e o segundo como tendo uma governança fraca. Os resultados mostraram que, em média, 54,8% das companhias com governança forte pagam dividendos, enquanto somente 38,8% das empresas com governança fraca distribuem dividendos. Esses resultados sugerem que a qualidade da GC exerce influência positiva sobre o pagamento de dividendos dessas empresas.

O estudo de Driver (2015) analisou empresas no Reino Unido, e apontou um comportamento heterogêneo dos dividendos, concluindo que não existe uma alteração consistente dos dividendos durante o período de crise. Para o autor, isso pode ser justificado pelas mesmas razões que conduzem ao aumento da distribuição de dividendos, menores oportunidades de investimentos e maior retenção de ganhos.

Pahi e Yadav (2019) tiveram como objetivo investigar onexo entre e política de dividendos de empresas indianas, a partir de 482 empresas não financeiras e não listadas em serviços públicos de 2006 a 2017. Concluíram que de forma geral sugere, as empresas com GC mais forte tendem a pagar dividendos mais elevados, sugerindo que a propensão da empresa a pagar dividendos aumenta com a melhoria dos padrões de GC.

Diante das evidências nacionais e internacionais, e pressupondo que o Nível de Governança Corporativa relaciona-se com o nível de distribuição de dividendos, fundamenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Há uma relação positiva entre os níveis diferenciados de GC e a distribuição de dividendos aos acionistas das companhias listadas na B3(Brasil, Bolsa, Balcão).

Ademais, considerando que momentos de crise também podem exercer influência na distribuição de dividendos, visto que esse pode ser um meio que as empresas usam para repassar uma imagem de segurança e para que não haja redução no seu valor de mercado, elencou-se a segunda hipótese de pesquisa do estudo:

H2: Há uma relação positiva entre períodos de crise e a distribuição de dividendos aos acionistas das companhias listadas na B3(Brasil, Bolsa, Balcão).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Caracterização da pesquisa

A população do estudo reúne as companhias abertas listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), no período de 2010 a 2020. Esse período foi escolhido devido à obrigatoriedade da convergência das normas internacionais de contabilidade (IFRS) para empresas de capital aberto a partir de 2010. Posteriormente, excluíram-se as companhias financeiras, em virtude das peculiaridades da estrutura de capital desse setor e seus possíveis impactos na distribuição de dividendos, como aponta Forti *et al.* (2015), além da legislação restrita e diferenciada desse setor. Adicionalmente, excluíram-se as empresas sem disponibilidade das informações de interesse, resultando em 212 companhias analisadas.

3.1 Descrição das variáveis e estimação do modelo

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis utilizadas no modelo econométrico, a composição das métricas utilizadas, seu sinal esperado e a fundamentação teórica.

Tabela 1 – Variáveis da Pesquisa.

Variável	Significado	Métrica	Sinal Esperado	Fundamentação Teórica
DPAT	Dividendos Pagos Por Ativo	Dividendos pagos / Ativo Total		Souza <i>et al.</i> (2016).
NGC	Variável binária que indica se a empresa está listada em um dos segmentos diferenciados de GC da B3 (Nível 1, Nível 2 e No Mercado) ou não.	1 – Novo Mercado; Nível 1; Nível 2 0 - Demais	(+)	La Porta <i>et al.</i> (2000); Jiraporn <i>et al.</i> (2011).
LIQ	Liquidez	Ativo Circulante/Passivo Circulante	(+)	Forti <i>et al.</i> (2015); Rodrigues <i>et al.</i> (2019).
END	Endividamento	Passivo Total/ Ativo Total	(-)	Vancin & Procianoy (2016); Rodrigues <i>et al.</i> (2019).
RISCO	Risco - Instabilidade das Receitas	Desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos quatro anos de receitas operacionais	(-)	Rodrigues <i>et al.</i> (2019).
ROA	Retorno sobre o Ativo	Resultado Operacional / Ativo Total	(+)	Souza <i>et al.</i> (2016); Galvão, Santos & Araújo (2019).
CRES	Crescimento dos Lucros	(Lucro Atual – Lucro Ano Anterior) / Lucro Ano Anterior	(+)	Lintner (1956); Forti <i>et al.</i> (2015).
BETA	Beta	Risco Sistemático (Coletado no Económica)	(-)	Forti <i>et al.</i> (2015); Souza <i>et al.</i> (2016).
INVEST	Investimento	(Ativo t – Ativo t-1) / Ativo t-1	(-)	Vancin & Procianoy (2016); Rodrigues <i>et al.</i> (2019).

TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do Ativo Total	(+)	Mota (2007); Vancin & Procianoy (2016); Rodrigues <i>et al.</i> (2019).
CRISE	Variável Dummy indicando períodos de crise	0 para períodos de não crise e 1 para crise (2014, 2015, 2016, 2020)	(+)	Deucort & Procianoy (2009); Souza <i>et al.</i> (2016).
SET	Setor	Classificação dos setores Bovespa	Indeterminado	Forti <i>et al.</i> (2015); Rodrigues <i>et al.</i> (2019).
ANO	Ano	Dummy para o ano	Indeterminado	Souza <i>et al.</i> (2016).

Fonte: Elaborado pelos autores (2021).

Na construção do modelo econométrico, considerou-se como variável dependente Dividendos por Ativo Total (DPAT), que corresponde a razão do quanto a empresa distribui de dividendos naquele ano pelo total do seu ativo. Para as variáveis independentes foram consideradas o nível de GC e as variáveis de controle, baseadas em estudos anteriores.

Diante disso, considerando o objetivo da pesquisa e as variáveis a ele relacionadas, o modelo geral para investigação nesta pesquisa, pode ser descrito pela seguinte equação:

$$DPAT_{it} = \beta_0 + \beta_1(NGC_{it}) + \beta_2(LIQ_{it}) + \beta_3(END_{it}) + \beta_4(RISCO_{it}) + \beta_5(ROA_{it}) + \beta_6(CRES_{it}) + \beta_7(BETA_{it}) + \beta_8(INVEST_{it}) + \beta_9(TAM_{it}) + \beta_{10}(CRISE) + \beta_{11}(SET_{it}) + \beta_{12}(ANO_{it}) + \epsilon_{it}$$

Uma característica da amostra que deve ser considerada no desenvolvimento da metodologia do estudo é o fato de que o valor dos Dividendos Distribuídos é igual a zero em uma considerável parte das observações. Logo, seu valor é censurado em zero, significando que empresas em dificuldades financeiras não conseguem captar recursos sob a forma de dividendos negativos (Forti *et al.*, 2015). Assim, utilizou-se Tobit, já que soluciona esse problema valendo-se de técnicas estatísticas que possibilitam realizar inferências para toda população sem perda de qualidade. Segundo Amemiya (1984), o modelo Tobit refere-se a modelos de regressão nos quais o intervalo da variável dependente é limitado de alguma maneira.

Junto à isto, foi aplicado o Teste de Razão de Verossimilhança (LR Test), apontando para o uso do Modelo Estatístico para Dados em Painel Tobit com Efeitos Aleatórios. Nesse caso, rejeitamos a hipótese nula de que não há efeitos no nível do painel (p-valor < 0,05). Conforme Wooldridge (2012), em dados em painel a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, isto é, tais dados possuem uma dimensão temporal e espacial, fornecendo múltiplas observações de indivíduos ao longo do tempo analisado.

Em relação à estimação dos parâmetros, o Método de Máxima Verossimilhança é preferível por ter melhores características nesse tipo de modelo. O modelo de regressão também foi testado quanto à normalidade, heterocedasticidade e multicolinearidade. Quanto à normalidade dos erros, os dados se apresentaram não normais (p-valor < 0,05), no entanto, sabe-se que não desempenha papel na inexistência de viés, na consistência ou na interferência de amostras grandes. Também foi utilizada a regressão robusta por *bootstrap*, a fim de gerar robustez às estimações, como aponta Reis (2017), a fim de contornar a heterocedasticidade. Já com a finalidade de detectar a presença de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), que não apontou nenhuma variável com valor superior a 5, sendo o valor 10 apontado na literatura como o limite.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Os resultados obtidos através da presente pesquisa são apresentados nesta seção. Inicialmente com a análise descritiva das variáveis que compõem o modelo e em segundo lugar com as análises da regressão para a Hipótese 01 e Hipótese 02, após a realização de alguns testes de pressupostos. O mesmo modelo foi usado para as duas hipóteses, no entanto, na primeira, o modelo não teve a variável CRISE como variável de controle.

A análise descritiva das informações está evidenciada na Tabela 2, na qual se verifica o número de observações, a média, o desvio padrão, o menor e o maior valor de cada variável.

Tabela 2 – Estatística Descritivas das Variáveis.

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DPAT	2227	0,0273	0,1933	0	8,6596
NGC	2331	0,5804	0,4935	0	1
LIQ	2298	26,8085	264,8840	0	5809,571
END	2319	0,9643	4,5745	0	189,1019
RISCO	1107	47,0429	28,2542	16,9583	322,2384
ROA	2319	-23,2633	310,0609	-11770,01	318,5729
BETA	1476	0,7737	0,9194	-10,53	6,6
CRES	2298	-0,0853	28,9933	-1006,7	608,2674
INVEST	2304	4,1374	137,0144	-1	5846,471
TAM	2319	6,1964	1,3144	-0,1758	8,9945
CRISE	2332	0,3636	0,4811	0	1

Fonte: Resultados da Pesquisa (2021).

Analisando as informações apresentadas na Tabela 02, é possível inferir que o número das observações entre as variáveis é parecido, com exceção das variáveis Risco e Beta, justificado o fato do painel ser balanceado. Quanto a Variável DPAT, a média é de R\$ 0,02 de dividendos pagos para cada real de ativo, sendo o mínimo a não distribuição e o máximo R\$ 8,65. A variável NGC, apresenta valores mínimo e máximo sendo 0 e 1, respectivamente, pelo fato do nível de GC estar representado como uma variável *dummy*, sendo 1 para os Níveis Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 e 0 para os demais níveis. A variável CRISE também apresenta valores mínimo 0 e máximo 1, considerando os períodos de não crise e crise.

Quanto a Variável de LIQ, sua média é de R\$ 26,80, o que representa um bom percentual de liquidez médio das empresas analisadas no período, apesar dos valores mínimos e máximos apresentarem grande diferença, como mostra o desvio padrão desta variável. Esse comportamento também pode ser visto em outras variáveis analisadas, e isso pode ser justificado considerando o grande lapso temporal adotado no estudo.

Adicionalmente, foi testada a correlação das variáveis estudadas por meio do coeficiente de correlação de postos de *Spearman*, considerando que as variáveis apresentam erros não normais. Os resultados da correlação são apresentados na Tabela 3, indicando como as variáveis se correlacionam e em qual nível de significância, indicado pelo asterisco (*). Verificou-se que todas as variáveis independentes apresentam correlação com a variável dependente. Assim como algumas variáveis independentes apresentam correlação entre si. Entretanto, analisou-se se tais correlações impactavam os resultados em termos de multicolinearidade e, através do

teste VIF (*Variance Inflation Fator*), verificou-se a ausência deste problema no modelo, considerando que o teste apontou p-valor = 1,81.

Tabela 3– Correlação entre as Variáveis.

	DPTA	G1	LIQ	END	RISCO	ROA	CRES	BETA	INESTV	TAM	CRISE
DPTA	1,0000										
NGC	-0,0617**	1,0000									
LIQ	0,2041*	0,1708*	1,0000								
END	-0,4497*	-0,0369	-0,4613*	1,0000							
RISCO	-0,5927*	0,0236	-0,1651*	0,3583*	1,0000						
ROA	0,7223*	-0,0020	0,2501*	-0,4922*	-0,5144*	1,0000					
CRES	0,1467*	-0,0023	-0,0067	-0,0582***	-0,2013*	0,3195*	1,0000				
BEAT	-0,2638*	0,1366*	-0,0021	0,1311*	0,4266*	-0,2096*	-0,1142*	1,0000			
INESTV	0,1419*	0,0327	0,1438*	-0,0423	-0,2049*	0,3060*	0,2025*	-0,0911*	1,0000		
TAM	0,1709*	0,0290	-0,0556***	0,0623**	-0,1780*	0,0529***	0,0229	0,0467	0,1164*	1,000	
CRISE	-0,0707**	0,0073	-0,0360**	0,0566**	0,3293*	-0,0985*	0,0545**	-0,0337**	-0,0813*	0,0583**	1,000

Nota. *, ** e *** revelam a significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa (2021).

A Hipótese 01 da presente pesquisa pressupõe uma relação positiva entre os Níveis de GC e a Distribuição dos Dividendos, no entanto o resultado da tabela de correlações apresentou uma relação inversa. Quanto à correlação negativa entre DPAT e NCG, o estudo de Souza *et al.* (2016) também pontuou esse resultado, fazendo-se necessário, a análise da regressão a partir do modelo proposto com as variáveis de controle para inferir se existe tal relação. Já a correlação das demais variáveis de controle e a variável dependente apresentaram sinal equivalente ao esperado, confirmando o conteúdo discutido no Referencial Teórico, com exceção da variável CRISE que também apresentou sinal diferente do esperado e será confirmado ou não através do modelo de regressão.

Posteriormente, aplicou-se o modelo de regressão com dados em painel entre as variáveis dependentes e independentes, através do modelo recomendado pelos testes (Dados em Painel Tobit com Efeitos Aleatórios) para cada hipótese. Os dados resultantes constam nas tabelas 4 e 5, respectivamente.

A primeira hipótese testada analisa qual a relação entre os níveis diferenciados de GC e a distribuição de dividendos aos acionistas das companhias listadas na B3(Brasil, Bolsa, Balcão). Neste sentido, o modelo especificado foi testado considerando o lapso temporal destacado na metodologia, controlando os anos e setores das empresas da amostra. Lembrando que neste primeiro modelo, a variável CRISE não foi inserida. Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 04, a seguir:

Tabela 4 – Relação entre a Distribuição de Dividendos e a Governança Corporativa.

DPTA	Coefficiente	Erro Padrão	z	P> z
NGC	-0,2066	0,0093	-2,21	0,027**
LIQ	0,0002	0,0014	0,16	0,873
END	-0,6219	0,0221	-2,81	0,005*
RISCO	-0,0045	0,0001	-4,13	0,000*
ROA	0,0014	0,0004	3,37	0,001*

CRES	-9.04E-06	0,00007	-0,13	0,899
BETA	-0,0014	0,0013	-1,14	0,256
INVEST	-0,0133	0,0066	-2,03	0,043**
TAM	0,0104	0,0054	1,92	0,055***
SETOR				
Comunicações	-0,0162	0,0303	-0,54	0,591
Consumo cíclico	-0,0124	0,0057	-2,17	0,030**
Consumo não cíclico	-0,0206	0,0098	-2,09	0,036**
Materiais Básicos	-0,0195	0,0092	-2,12	0,034**
Petróleo gás e biocombustíveis	-0,0334	0,0495	-0,68	0,499
Saúde	0,0067	0,0222	0,30	0,760
Tecnologia da informação	0,0011	0,0087	0,14	0,892
Utilidade Pública	-0,0002	0,0095	-0,02	0,981
Constante	0,0311	0,0321	0,97	0,333

Nota. *, ** e *** revelam a significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa (2021).

Analisando a variável de interesse da pesquisa, NGC (Nível de Governança Corporativa) e sua relação com a distribuição de dividendos, pode-se perceber que ela é significativamente negativa, apresentando um coeficiente de -0,206605 e um p-valor < 0,05, indicando que as empresas que aderem aos Níveis de Governança Corporativos Diferenciados (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) pagam menos dividendos do que aquelas pertencentes ao mercado tradicional listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão). O resultado encontrado rejeita a Hipótese 01 proposta neste estudo e contesta os resultados de trabalhos como os de Jiraporn, Kim e Kim (2011), Zagonel (2013) e Souza *et al.* (2016), que encontraram relação positiva e significativa entre as variáveis, ou seja, que empresas com melhores práticas de GC pagam dividendos maiores do que aquelas com práticas de governança incipientes.

Justificando os resultados encontrados, a presente pesquisa corrobora com os achados de outros trabalhos como Bachmann *et al.* (2012), Dutta e Chang (2012), Holanda e Coelho (2012) e Forti *et al.* (2015) que encontraram relação negativa e significativa entre o Nível de GC e a Distribuição de Dividendos. Segundo esses últimos autores citados, as empresas signatárias de níveis diferenciados de governança possuem características como a de emitir mais ações ordinárias, maior transparência e *free float* mínimo, por isso, espera-se que estas empresas paguem menos dividendos do que aquelas pertencentes ao mercado tradicional.

Quanto às variáveis de controle adicionadas ao modelo, a Variável END (Endividamento) se apresentou significativamente negativa, com um coeficiente de -0,62 e p-valor < 0,05, confirmando o sinal esperado. Essa relação significa dizer que empresas mais alavancadas são obrigadas a realizar pagamentos dos juros e amortização das dívidas, assim, os recursos são direcionados a estas obrigações e conseqüentemente os recursos para distribuição de dividendos diminuem. Esse resultado corrobora com os resultados dos estudos de Vancin e Procionoy (2016) e Rodrigues *et al.* (2019) que também apontam a relação negativa entre o nível endividamento e a distribuição de dividendos.

A variável RISCO também apresentou sinal esperado, com coeficiente de -0,004 e p-valor < 0,05, sendo significativamente negativa. Esse resultado confirma os estudos de Bernardo e Ikeda (2013) e de Forti *et al.* (2015), justificando-se pelo fato de que as empresas sejam mais

relutantes em pagar dividendos elevados em empresas com maior risco, ou seja, o comprometimento financeiro no contexto de risco inibiria a distribuição de dividendos.

Outra variável de controle que apresentou relação significativa com a distribuição dos dividendos foi o ROA (Retorno sobre o Ativo). Esta apresentou coeficiente de 0,0014 e um p-valor < 0,05, significando que quanto maior o retorno da empresa em relação aos seus ativos, maior a distribuição dos dividendos. Este achado confirma-se através de outros estudos já realizados e que também encontraram essa relação, como por exemplo os estudos de Forti *et al.* (2015) e Galvão, Santos e Araújo (2019), indicando que os próprios acionistas esperam dividendos maiores quando a empresa possui maior rentabilidade.

A variável INVEST (Investimento), apresentou resultado negativamente significativo em relação a distribuição de dividendos, como esperado. Com coeficiente de -0,013 e significância a nível de 5%, com p-valor de 0,043, reflete que para a realização de investimentos, empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Essa relação também é confirmada no estudo de Vancin e Procianoy (2016).

Quanto à variável TAM (Tamanho), a relação esperada era positiva e foi confirmada pelo presente estudo, considerando um coeficiente de 0,0104 e significância à 10%, com p-valor de 0,055. Fama e French (2001) reportam que empresas pagadoras de dividendos possuem a tendência de serem maiores do que empresas não pagadoras por possuírem maior facilidade para obtenção de crédito, o que asseguraria o financiamento para suas atividades, facilitando assim a distribuição de dividendos. O resultado desta pesquisa quanto à influência do tamanho das empresas corrobora com o resultado de outras pesquisas como a de Forti *et al.* (2015), Mota (2007), Vancin e Procianoy (2016) e Rodrigues *et al.* (2019).

As variáveis LIQ, CRES e BETA não apresentaram resultados significativos, logo, não foram consideradas como aspectos influenciadores no nível de distribuição de dividendos. Vale lembrar que em outros trabalhos estas variáveis apresentaram relação com a variável de interesse deste estudo, porém em outras configurações de amostra ou lapso temporal.

Para o teste da Hipótese 02, o modelo foi estimado com a inserção da variável CRISE. A variável Dummy assumiu valor 1 para períodos com crise e 0 para períodos sem crise. Para ser considerado crise, foi analisado o crescimento ou decréscimo do PIB naquele ano, conforme dados divulgados pelo IBGE. Desta forma, nos anos em que o PIB apresentou queda, ou redução foi atribuído o valor 1 (2014, 2015, 2016 e 2020), e nos anos em que houve crescimento, valor 0.

Desta feita, o modelo de regressão inicialmente testado, foi usado para analisar a influência dos períodos crise na distribuição dos dividendos e seu impacto nas outras variáveis de controle do modelo. O resultado é apresentado na Tabela 5 a seguir.

Tabela 5 – Relação entre a Distribuição de Dividendos nos Períodos de Crise e Não Crise.

DPAT	Coeficiente	Erro Padrão	z	P> z
NGC	-0,0206	0,0096	-2,15	0,032**
LIQ	0,0002	0,0016	0,14	0,891
END	-0,0621	0,0167	-3,72	0,000*
RISCO	-0,0004	0,00008	-5,24	0,000*
ROA	0,0014	0,0003	4,15	0,000*
CRES	-9,04E-06	0,00005	-0,16	0,875
BETA	-0,0014	0,0012	-1,19	0,234

INVEST	-0,0133	0,0053	-2,49	0,013**
TAM	0,0104	0,0050	2,08	0,038**
CRISE	-0,0013	0,0069	-0,19	0,847
SETOR				
Comunicações	-0,0162	0,0312	-0,52	0,602
Consumo cíclico	-0,0124	0,0051	-2,41	0,016**
Consumo não cíclico	-0,0206	0,0064	-3,19	0,001*
Materiais básicos	-0,0195	0,0081	-2,4	0,016**
Petróleo gás e biocombustíveis	-0,0334	0,0345	-0,97	0,332
Saúde	0,0067	0,0240	0,28	0,778
Tecnologia da informação	0,0011	0,0074	0,16	0,874
Utilidade pública	-0,0002	0,0086	-0,03	0,979
Constante	0,0311	0,0330	0,94	0,346

Nota. * e ** revelam a significância estatística a 1% e 5% respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa (2021).

A tabela apresentada, mostra que com a inserção da variável de controle **CRISE** no modelo, as demais variáveis de controle e a variável de interesse permanecem com os coeficientes quase inalterados, além das variáveis anteriormente significativas se manterem assim a nível de 1% e 5% de significância, confirmando os achados anteriores sobre suas relações com a Distribuição de Dividendos.

A Hipótese 02 de que a crise possui relação positiva com os dividendos foi rejeitada, no entanto, conclui-se que não há evidência de uma quebra de estrutura na distribuição dos dividendos durante os anos de crise. Isso significa que a crise não altera o nível de distribuição de dividendos, por não apresentar resultado significativo na regressão, com p-valor > 0,05, corroborando com os resultados de Souza *et al.* (2016).

Segundo Goldstein, Goyal, Lucey e Muckley (2015), em mercados em declínio, principalmente nos países em desenvolvimento, as empresas que distribuem dividendos apresentam melhor desempenho no mercado acionário, evidenciando assim, a preferência dos investidores por estas companhias, desta forma, mesmo nos períodos de crise, as empresas optam por permanecerem distribuindo dividendos visando manter o retorno aos seus acionistas e para que não haja redução no seu valor de mercado. La Porta *et al.* (2000), apontam que em países com menor proteção legal aos acionistas minoritários as empresas continuam a distribuir dividendos a seus acionistas em momentos de instabilidade como forma de substituição às garantias legais daqueles, além de se manterem atrativas para os investidores (Deucort & Procianny, 2009).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve por objetivo verificar o impacto do Nível de GC na distribuição de dividendos em períodos de crise e não-crise, das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2020. As hipóteses levantadas sugeriam que os Níveis Diferenciados de GC (Novo Mercado, Nível 01 e Nível 02) apresentassem uma relação positiva com a distribuição de dividendos aos acionistas das companhias listadas na B3, assim como esperava-se uma relação positiva entre períodos de crise e o aumento da distribuição de dividendos.

Conforme os resultados dos modelos de regressão implementados nessa pesquisa, na análise da variável NGC e sua relação com a distribuição de dividendos, apresentou-se uma relação significativa e negativa, atestando que as empresas que aderem aos Níveis de Governança Corporativos Diferenciados pagam menos dividendos do que aquelas pertencentes ao mercado tradicional, rejeitando assim a Hipótese 01.

Quanto as variáveis de controle analisadas no modelo, consideradas fatores importantes da distribuição de dividendos nas empresas brasileiras, constatou-se que as variáveis significantes e positivas foram: Tamanho e ROA, indicando que quanto maior o tamanho da empresa e sua rentabilidade maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas. Por outro lado, constatou-se que as variáveis significantes e negativas foram: Endividamento, Risco e Investimento, significando que empresas que possuem um maior nível de endividamento, investem mais em ativo e que operam com um maior risco terão uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas.

Para testar a Hipótese 02, foi inserida no modelo a variável CRISE e foi observado que sua inserção não alterou o coeficiente da outra variável de interesse (NGC) e nem das variáveis de controle. O coeficiente da variável CRISE apresentou-se não significativo, indicando que não há evidência de uma quebra de estrutura na distribuição dos dividendos durante períodos de crise, rejeitando a Hipótese 02. Essa relação pode ser justificada considerando o interesse das empresas em manterem uma imagem de resistência frente ao cenário de crise, mantendo o nível de distribuição dos dividendos e se mostrando atrativas e resilientes.

Uma limitação desta pesquisa refere-se à utilização apenas dos níveis diferenciados como forma de medir a Governança Corporativa, assim como somente utilizar os dividendos por ativo, para investigar essa relação. Dessa forma, sugere-se para futuras pesquisas utilizar outros mecanismos e métricas que possam caracterizar os níveis de GC, como por exemplo o tamanho, independência e a composição do conselho, se a empresa é auditada ou não por *Big Four*, concentração de propriedade, dentre outras variáveis que sinalizam boa governança, além de analisar os níveis de GC de forma separada.

REFERÊNCIAS

- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da política de dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701-19.
- Amemiya, T. (1984). Tobit models: A survey. *Journal of econometrics*, 24(1-2), 3-61.
- B3. (2020). Quadro de níveis de governança. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acessado em: 02 mai. 2021.
- Bachmann, R. K. B., Azevedo, S. U., & Clemente, A. (2012). Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 2(2), 68-79.
- Bernardo, H. P., & Ikeda, R. H. (2013). O enigma dos dividendos e o risco sistemático. *Revista Universo Contábil*, 9 (1), 104-120.
- Bhattacharya, D. L. H., & Rhee, S. G. (2016). Does Better Corporate Governance Encourage Higher Payout? *Risk, Agency Cost, and Dividend Policy*.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Chang, Y. K., Chen, Y. L., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics and Finance*, 38(1), 44-55.

- Deucourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2009). O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. *Encontro Brasileiro de Finanças*, 9, São Leopoldo.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 689-709.
- Driver, C. (2015). *Dividend decisions of UK firms and effects of the financial crisis*. London: University of London.
- Dutta, S. & Chang, B. (2012). Dividends and Corporate Governance: Canadian Evidence. *The IUP Journal of Applied Finance*, 18(4): 5-30.
- Fabregá, M. B., & Nicolau, A. R. (2016). Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: El caso de Barcelona. *Intangible Capital*, 12(1), 95-120.
- Fama E. F., & French, K. R. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 40(1), 1-33.
- Filippetti, A., & Archibugi, D. (2011). Innovation in times of crisis: National Systems of Innovation, structure, and demand. *Research Policy*, 40(2), 179-192.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2019). Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do *payout* incremental pelas empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 57-75.
- Goldstein, M. A., Goyal, A., Lucey, B. M., & Muckley, C. B. (2015). The global preference for dividends in declining markets. *The Financial Review*, 50, 575-609.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *RAE*, 52 (4), 448-463.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An empirical Investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo, SP.
- Kambil, A. (2008). What is your recession playbook? *J. of Business Strategy*, 29(5), 50-52.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Latham, S., & Braun, M. (2011). Economic recessions, strategy, and performance: a synthesis. *Journal of Strategy and Management*, 4(2), 96-115.
- Leite, M., Bogoni, N. M., & Hein, N. (2019). Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil*, 11(1), 58-76.
- Leite, M., Pamplona, E., Silva, T. P., Brandt, E. T., & Schlotefeldt, J. O. (2020). Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. *Desafio Online*, 8(1), 68-90.
- Lameira, V. J., Ness JR., W. L., & Macedo-Soares, T. D. A. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da USP*, 42(1), 64-73.
- Lim, K. (2016). The shift of a dividend policy and a leverage policy during the 2008 financial crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 5(6), 9.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained and taxes. *The American Economic Review*, 46(2): 97-113.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 24-59.

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Monks, R., & Nell, M. (1995). *Corporate Governance Blackwell*. Cambridge, MA.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2009). Dividendos, Informação Assimétrica e Conflito de Agência: Comparação entre o Novo e o Mercado Tradicional. *Pensamento e Realidade*, 24(2).
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas), Escola de Administração de Empresas de São Paulo.
- Okimura, R.T., Silveira, A. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RACeletrônica*, 1(1), 119-135.
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2019). A governança corporativa afeta a política de dividendos na Índia? Evidências em nível de empresa de novos índices. *International Journal of Managerial Finance*, 45(9), 1219-1238.
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2014). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-59.
- Reis, R. C. (2017) *Redes de copatenteamento no brasil: determinantes regionais e estruturais das ligações nacionais e internacionais*. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Juiz de Fora.
- Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. C. S., & Cruz, A. F. (2019). Determinantes da Distribuição de Dividendos no Brasil: Uma Análise entre Flexibilidade Financeira e Política de Distribuição de Resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84-112.
- Santos, F. T. G. (2014). *A influência do investimento e do financiamento na política de distribuição de dividendos: evidência empírica das empresas do índice PSI 20*. Dissertação (Mestrado em Finanças Empresariais), Universidade do Algarve, Faculdade de Economia, Faro, Portugal.
- Scalzer, R. S., Almeida, J. C. G., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 117-130.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta, T. P. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, 5(2), 222-242.
- Smits, R. (2012). *Effect of financial crisis on the dividend payout policy of a firm*. Tilburg University.
- Souza, D. H. O., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. D. (2016). Efeitos da Governança Corporativa na Distribuição De Dividendos: Um Estudo em Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(1), 58-79.
- Vancin, D. F., & Procianny, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. (6.ed). São Paulo: Cengage Learning.
- Zagonel, T. (2013). *Política de Dividendos, Tributação e Governança Corporativa no Brasil*. 83 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.