

Governança como determinante dos juros sobre capital próprio e dividendos

Governance as determinant of interests on own capital and dividends

Resumo O artigo visa analisar o impacto da governança corporativa no pagamento de JSCP (Juros Sobre o Capital Próprio) e de dividendos em empresas de capital aberto brasileiras. Para esse fim, foram aplicadas regressões com dados em painel através de OLS *Pooled* e efeitos aleatórios, para 10.579 observações entre 2013 e 2022. Foi identificado que os executivos que recebem maiores incentivos, optam por pagar mais JSCP e CEOs com mais tempo de serviço (entrincheirados) preferem pagar mais dividendos. A pesquisa contribui para ampliar o debate sobre distribuição de dividendos e JSCP para além da perspectiva fiscal tradicional, destacando o papel da governança corporativa na tomada de decisões financeiras. Como contribuição prática, traz novas perspectivas sobre o debate acerca dos Projetos de Lei 2.337/21 e 307/21, que estabelecem a cobrança de imposto de renda sobre os dividendos e a impossibilidade do pagamento de JSCP.

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

Abstract The article aims to analyze the impact of corporate governance on the payment of IOC (Interests on Own Capital) and dividends in Brazilian publicly traded companies. For this purpose, we applied regressions with panel data, using Pooled OLS and random effects, for 10,579 observations between 2013 and 2022. We identified that executives who receive greater incentives, choose to pay more IOC and CEOs with longer tenure (entrenched) prefer to pay more dividends. The research contributes to expanding the debate on dividend and IOC distribution beyond the traditional fiscal perspective, highlighting the role of corporate governance in financial decision-making. As a practical contribution, we bring new perspectives on the debate surrounding Bills 2,337/21 and 307/21, which establish the charge of income tax on dividends and the impossibility of paying IOC.

Keywords: Dividendos. Interest on Own Capital. Corporate Governance.

1. Introdução

No Brasil, as formas mais utilizadas de distribuição de capital são dividendos e Juros sobre Capital Próprio (JSCP). Ambas as distribuições, conforme a legislação brasileira, apresentam distintos critérios de cálculo e efeitos fiscais. A legislação referente à distribuição de JSCP foi implementada no Brasil a partir de 1996 e, desde então, as empresas passaram a distribuir seus resultados aos acionistas sob a forma de dividendos, JSCP ou uma combinação de ambos. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) explicam que os dividendos são tributados apenas no nível corporativo, existindo isenção de impostos para os acionistas, enquanto os JSCP, apesar de apresentarem um benefício fiscal para as empresas, são sujeitos à retenção na fonte para pessoas físicas. Como a carga tributária líquida é menor para pagamentos de JSCP

do que para dividendos, a distribuição dos resultados aos acionistas por meio de JSCP pode funcionar como um incentivo para as empresas brasileiras. No entanto, existe um efeito clientela, onde a política de *payout* de uma empresa é otimizada de acordo com a preferência dos investidores (Tirole, 2006), que estão mais propensos a valorizarem o pagamento de dividendos, devido à isenção fiscal. Além do mais, Colombo e Terra (2022) forneceram evidências de que muitas empresas podem não desfrutar dos benefícios fiscais dos JSCP devido à legislação tributária, que desencoraja seu uso pelos acionistas controladores.

Com relação ao gerenciamento do lucro tributável, em geral, há indícios de que essa métrica influencia a decisão pela remuneração por meio dos JSCP. Esse fato pode ser um indício de que a redução do ônus tributário é o que importa na decisão desse meio de remuneração. Porém, do ponto de vista teórico, isso poderia ser justificado, já que as empresas com melhores práticas de governança optam pelo gerenciamento de resultados por atividades reais (Lopes, Dias Filho & Abreu, 2018).

Em empresas bem governadas, incentivos explícitos fazem com que gestores estejam mais alinhados aos interesses da organização, sendo instigados a buscarem maiores benefícios fiscais através dos pagamentos de JSCP. No entanto, essa questão gera um trade-off, pois os investidores não são beneficiados com essa forma de remuneração, já que, como pessoas físicas, não têm benefícios fiscais (Decourt, 2009; Hoch, 2017; Lopes, Dias Filho & Abreu, 2018).

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

Assim, diante do exposto, o estudo objetiva analisar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio nas empresas brasileiras de capital aberto. Dentre as justificativas para a pesquisa, pode-se mencionar o peculiar ambiente do mercado brasileiro propiciado pelas características do arcabouço legal das Leis nº 9.249/1995 e nº 6.404/1976, as quais conferem, respectivamente, a possibilidade de distribuição de resultados (JSCP) e pagamento obrigatório de dividendos, o que torna o mercado brasileiro um interessante objeto de estudo. Também, vale mencionar a intenção de extinção dos JSCP (Projeto de Lei nº 2.337/21) e o debate nacional acerca da tributação de imposto sobre a distribuição de dividendos (Projeto de Lei nº 307/2021), que estabelece a cobrança de Imposto

de Renda (IR), com alíquota de 10% sobre lucros e dividendos distribuídos por empresas a pessoas físicas ou jurídicas (Brasil, 2021).

Como resultado, foi identificado que os executivos que recebem maiores incentivos, optam por pagar mais JSCP e CEOs com mais tempo de serviço (entrincheirados) preferem pagar mais dividendos. Como contribuição teórica deste estudo, está a ampliação da literatura com relação a distribuição de dividendos e/ou JSCP, motivada pela controvérsia dos diferentes interesses de executivos e controladores, pois enquanto os acionistas incentivam a distribuição de dividendos com efeito de valorização do preço das ações (Holanda; Coelho, 2012), os executivos optam por menos custos tributários, isto é, pela distribuição de JSCP (Hoch, 2017), ou seja, enquanto os primeiros querem maximizar suas receitas, os segundos querem minimizar o ônus tributário em suas atividades.

A pesquisa se diferencia dos demais trabalhos por seu enfoque nos fatores específicos de governança corporativa (entrincheiramento e incentivos explícitos) e na análise detalhada da relação entre esses fatores e a distribuição de resultados, preenchendo uma lacuna na literatura e avançando no entendimento dessa relação entre governança corporativa e distribuição de resultados. Além disso, ao considerar a divergência de interesses entre diferentes stakeholders (executivos, controladores, acionistas minoritários), a pesquisa contribui para uma compreensão mais aprofundada dos mecanismos subjacentes à política de distribuição de resultados em empresas de capital aberto.

2 Influência da Governança Corporativa na Distribuição dos Resultados

As políticas de remuneração aos acionistas são bastante diversas. De acordo com Leary e Nukala (2024), aspectos tributários e informacionais influenciam essas políticas de remuneração. No Brasil, de acordo com Decourt (2009), as formas mais utilizadas de distribuição de capital são dividendos e JSCP. A legislação brasileira, para ambas as distribuições, apresenta distintos critérios de cálculo e efeitos fiscais. A legislação referente à distribuição de JSCP foi implementada a partir de 1996 e passou, desde então, a permitir que as empresas distribuíssem os resultados aos acionistas na forma de dividendo, JSCP ou uma combinação dos dois (Decourt, 2009).

Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) explicam que os dividendos são tributados apenas no nível corporativo, enquanto os JSCP são dedutíveis no nível corporativo, mas sujeitos a pagamento de imposto para os acionistas. Como a carga tributária líquida é menor para pagamentos de juros sobre capital próprio do que para dividendos, as empresas brasileiras têm

o incentivo para distribuir dinheiro aos acionistas por meio de juros sobre capital próprio (Boulton, Braga-Alves & Shastri, 2012). Em consonância com esse fato, Santos e Salotti (2007, p. 113) afirmam que “a remuneração paga ao acionista na forma de JSCP está calcada fundamentalmente nas vantagens fiscais oferecidas pela legislação”.

Nesse Contexto, Colombo e Terra (2022) investigaram se a identidade do acionista controlador é um fator determinante para a distribuição de lucros (JSCP). Os resultados forneceram evidências de que muitas empresas podem não desfrutar dos benefícios fiscais do JSCP devido à legislação tributária, que desencoraja seu uso pelos acionistas controladores. Observaram que a presença de investidores institucionais aumenta significativamente os pagamentos na forma de JSCP em relação aos dividendos e sugerem que a identidade dos acionistas influencia a política de dividendos por meio do canal de tributação.

Ao analisar a relação entre a remuneração por meio dos JSCP e a variabilidade do lucro tributável para empresas brasileiras, Lopes, Dias Filho e Abreu (2018) evidenciaram empresas pertencentes a segmentos diferenciados de governança utilizaram os JSCP para suavizar essa variabilidade, dando indícios de que a redução do ônus tributário é o que importa na decisão desse meio de remuneração.

Políticas de remuneração e outros incentivos gerenciais são ferramentas utilizadas pelas empresas na busca de alinhamento dos seus interesses com os dos gestores e a utilização dos incentivos a eles é considerada um mecanismo de governança corporativa (Larrate, 2000). Em complemento, Silva *et al* (2019) apontam que os sistemas de incentivos gerenciais são utilizados como mecanismos de recompensas e/ou punições aos resultados de avaliação de desempenho.

A remuneração total dos gestores consiste, para Larrate (2000), em três componentes: salário, benefícios, e remuneração variável. O salário refere-se à remuneração mensal ou anual (forma fixa), já os benefícios ou compensações podem ser na forma de seguro de vida, assistência médica, viagens, assessoria jurídica, entre outros; ao passo que a remuneração variável se vincula ao desempenho (bônus em dinheiro, ações e opções). Nesse sentido Silva *et al* (2019) definem os incentivos explícitos como a remuneração por meio dos programas de incentivos, tais como: opções, bônus e participação nos lucros. Por sua vez, Larrate (2000) afirma que, para formular e executar estratégias de governança bem-sucedidas, a remuneração variável do gestor deverá ser estabelecida com base no seu desempenho ou nas suas realizações em benefício da empresa.

No entanto, Hoch (2017) não identificaram uma maior probabilidade de escolha pelo pagamento na forma de JSCP, quando a empresa está classificada em níveis diferenciados de

governança (N1, N2 e Novo Mercado). Bhattacharyya *et al* (2008) e Souza (2022) mostraram um impacto negativo da variável remuneração do CEO quando relacionada à distribuição de Dividendos. No entanto, Yahya e Farzan (2017) encontraram uma relação positiva para essas duas variáveis.

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

Assim, por um lado, considerando a sensibilidade da riqueza de um CEO ao preço das ações, têm-se que ele os incentiva a assumir riscos que devam gerar um aumento suficiente no valor de mercado (Manoel, Moraes & Araujo, 2024). Por outro lado, também amplifica o efeito do risco de ações no risco total da carteira do gestor, o que desencoraja os executivos avessos ao risco a buscarem projetos mais arriscados (Armstrong *et al.*, 2015).

Acerca da decisão de qual distribuição de resultados a empresa vai utilizar, Hoch (2017) realizou uma pesquisa com vistas a compreender o que faz as empresas optarem por dividendos em detrimento aos JSCP; uma vez que esta distribuição é uma opção tributariamente mais atrativa. Seus resultados apontaram que empresas que não optaram pelo pagamento de JSCP possuem uma pessoa jurídica como controladora. Mostraram que empresas que possuem práticas de governança corporativa verificadas por meio da análise dos níveis de governança (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado) são mais efetivas e tendem a realizar mais a distribuição de JSCP. Nesse contexto, espera-se que, em empresas bem governadas, incentivos explícitos façam com que gestores estejam mais alinhados aos interesses da organização, buscando maiores benefícios fiscais através dos pagamentos de JSCP. Assim, a primeira hipótese é formulada:

H1: Executivos com maiores incentivos explícitos buscam maximizar as receitas da empresa através da obtenção dos benefícios fiscais decorrentes do pagamento de Juros sobre o capital próprio;

Em compensação, algumas práticas de governança disfuncional que geram o entrincheiramento do gestor, manifestadas pela dualidade, tempo de serviço e idade do executivo, formam um ambiente propício para benefícios privados, ao invés da busca pelo melhor desempenho da organização. Desai e Dharmapala (2006), destacam que empresas bem governadas são mais propensas a ter mecanismos de controle interno para evitar benefícios privados e argumentam que uma relação negativa entre incentivos de patrimônio dos gestores e evasão fiscal só se manifestará em empresas bem governadas. Em contraste, eles assumem que as empresas malgovernadas não usarão incentivos de capital para encorajar a elisão fiscal, porque não possuem mecanismos de governança para evitar o desvio gerencial.

Em países com fraca proteção legal, as empresas de crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas de crescimento lento. Tal constatação vem ao encontro da ideia de que os acionistas legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Por outro lado, acionistas mal protegidos parecem receber quaisquer dividendos que possam obter, independentemente das oportunidades de investimento. Essa aparente má alocação de investimentos é, por conseguinte, parte do custo de agência da má proteção legal (Jensen & Meckling, 1976; La Porta *et al.*, 1999).

Existe uma controvérsia sobre a relação entre a dualidade do gestor e o pagamento de dividendos. Ao mesmo tempo que Gill e Obradovich (2012), Uwalomwa, Olamide e Francis (2015), Mehdi *et al* (2017), Tang (2020) Bhatia (2021) e El e Ammari (2021) encontraram uma relação positiva entre essas duas variáveis, Asamoah (2011), Arshad *et al.* (2013), Malik e Sattar (2018), Boshnak (2021), Tahir, Rahman e Masri (2020) e Nazar (2021) apontam que a dualidade do CEO afeta negativamente a política de pagamento de dividendos.

Na linha de que a dualidade pode incentivar o pagamento de dividendos, estudos como os de Gill e Obradovich (2012), Uwalomwa, Olamide e Francis (2015) e Mehdi *et al* (2017) argumentam que a dualidade em mercados emergentes não é um meio eficiente para explicar o risco de expropriação, por isso os acionistas exigem maiores pagamentos de dividendos para resolver problemas de fluxo de caixa livre. Além do mais, Tang (2020) e Bhatia (2021) identificaram que, em empresas de países com fraca proteção legal e malgovernadas, existe um incentivo para os executivos, que também participam dos conselhos de administração, agirem em benefício dos acionistas em detrimento da organização, já que esse resultado pode gerar uma sinalização positiva para o mercado, ao optar pelo pagamento de dividendos.

O entrincheiramento pode ser mais amplo por meio do tempo em que o CEO ocupa o cargo de principal diretor (*tenure*). O autor argumenta que, quanto mais tempo o CEO

permanecer no cargo, mais confiança será designada a ele, o que leva a uma relação direta na distribuição de resultados da organização. Ghosh Sirmans (2006) e McGuinness, Lam e Vieito (2015) apontam que o tempo de mandato do CEO tem um impacto positivo sobre o pagamento de dividendos. No entanto, resultados opostos foram identificados por Briano, Li e Peng (2019) e Battisti (2022).

Nessa mesma linha McGuinness, Lam e Vieito (2015) enfatizam que a idade do CEO tem efeito direto na distribuição de resultados em forma de dividendos. Os autores apontam que os CEOs mais velhos e mais experientes desfrutam de segurança no emprego e, com isso, despertam mais confiança nos demais membros, pagando mais dividendos. Devido a essas questões, a seguinte hipótese é formulada:

H2: Executivos mais entrincheirados dão preferência para a distribuição de dividendos.

2.2 Metodologia

Esse estudo se classifica como descritivo com abordagem quantitativa. A coleta dos dados foi realizada nas bases de dados Economática® e Refinitiv Eikon®, além de Formulários de Referência disponíveis no *site* da B3. A população da pesquisa é constituída por 10.579 observações de empresas com ações listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão) no período de 2013 a 2022. Para a formação da amostra, foram excluídas as empresas do setor de finanças (devido às suas características próprias de intermediários financeiros) e as que apresentaram um Q de Tobin maior que 10 e menor que 0, conforme descrito por Zani et al. (2014), Almeida, Campelo e Galvão (2010) e Frank e Sonza (2021).

Com o intuito de avaliar o impacto da governança corporativa na distribuição dos JSCP e dividendos das empresas presentes na B3, utilizou-se como principal técnica estatística a análise de regressão com dados em painel OLS (*Ordinary Least Squares*). Autores como Hafsi e Turgut (2013), Chohan (2019) e Anssari e Al Sabti (2022) também utilizaram esta técnica com o mesmo propósito nas suas pesquisas. Para operacionalização dos dados foi utilizado o software econométrico Stata® versão 14.

Tabela 1 Variáveis dependentes e independentes principais

	Variáveis	Definição	Variáveis	Definição	Variáveis	Definição
Dependentes	Juros Sobre o Capital Próprio	$JSCP1 = \frac{JSCP}{Lucro\ Líquido}$	Dividendos	$DIV1 = \frac{DIV}{Lucro\ Líquido}$	Payout	$DIV1 = \frac{DIV}{Ativo\ Total}$
		$JSCP2 = \frac{JSCP}{Ativo\ Total}$		$DIV2 = \frac{DIV}{Ativo\ Total}$		$DIV1 = \frac{DIV+JSCP}{Ativo\ Total}$
Proxy	Variáveis	Definição	Medida	Autores	Jscp	Div
Enrincheiramento	Dualidade dos executivos (DUAL)	Mostra se o os executivos fazem parte do Conselho de Administração.	1 = Executivos fazem parte do conselho; 0 = Caso contrário.	Malik e Sattar (2018); Boshnak (2021); Asamoah (2011) e Arshad et al (2013); Mehdi et al (2017);	-	+
	Idade do CEO (LIE).	Indica a idade do CEO dada em anos.	$\ln(0,01 + Idade\ do\ CEO)$	Mcguinness, Lam e Veiito (2015); Battisti (2022)	-	+
	Tenure do CEO (LTN)	Indica o tempo que o CEO ocupa o cargo.	$\ln(0,01 + Tenure)$	Mcguinness, Lam e Veiito (2015); Briano, Li e Peng (2019)	-	+
Incentivos	Remuneração do CEO (REM).	Valor total da remuneração dos CEOs.	$\ln(0,01 + remuneração/1000)$	Armstrong et al (2015); Rego e Wilson (2012); Bhattacharyya et al. (2008); Souza (2022); Yahya e Ghazali (2017)	+	-

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Buscando verificar se existe uma diferença significativa entre os modelos gerados com as variáveis dependentes, JSCP e Dividendos, aplicou-se o Teste de Vuong. O referido teste trata de uma abordagem clássica para a seleção de modelos que, de acordo com Vuong (1989), utiliza o critério de informação de Kullback-Leibler para medir a proximidade de um modelo com o verdadeiro. O modelo geral da presente pesquisa está apresentado na Equação (1).

$$\hat{Y}_{it} = \alpha_i + R_{it}\gamma + E_{it}\delta + C_{it}\theta + \sum_i^n EFset_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: \hat{Y}_{it} representa as variáveis dependentes do modelo: Distribuição de JSCP ou dividendos, variando para cada uma das firmas i no tempo t , com $i \in \{1, 2, \dots, n\}$ e $t \in \{2013, \dots, 2022\}$, α é o intercepto, δ , γ e θ são os coeficientes das variáveis, R_{it} são as variáveis referentes à remuneração, E_{it} são as variáveis de entrincheiramento (dualidade, tempo de serviço e idade), C_{it} representa as variáveis de controle, $EFset$ representa os efeitos fixos setoriais, $EFtemp$ representa os efeitos fixos temporais e ε_{it} representa o termo de erro.

Tabela 2 Variáveis de controle da pesquisa

Variável	Definição	Medida	Autores	Jsc	Div
Benefício Fiscal (BF)	Reflete a redução ou eliminação, direta ou indireta, do respectivo ônus tributário.	$\frac{(DCP + DLP) \times TJ \times AI)^1}{Ativo Total}$	Scripelliti (2012); Berzins, Bohren e Stacescu (2014); Neto et al (2014); Gomes; Takamatsu e Machado (2015); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012).	+	N/A
Tamanho do Conselho (LNC)	Indica o número total de membros no Conselho de Administração (CA)	$\ln(0,01 + \text{Tamanho do Conselho})$	Malik e Sattar (2018); Boshnak (2021); Gill e Obradovich (2012); Pahi e Yadav (2018).	+	+
Independência do Conselho (IC)	Relação entre o nº membros independentes e o tamanho do CA.	$\frac{Cons. Independentes}{N total de Cons.}$	Boshnak (2021); Nazar (2021); Uwalomwa, Olamide e Francis (2015).	+	-
Desvio (DAP)	O desvio é a diferença entre o direito de voto e o direito de fluxo de caixa	$\frac{(APC - APT)^2}{100}$	Aldrighi e Mazzer Neto (2007); Colombo e Terra (2012); Zagonel, Terra e Pasuch (2018); Granzotto (2020).	-	+
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Capacidade que a empresa tem de gerar lucros a partir de seus ativos.	$\frac{EBIT}{Ativo Total}$	Forti, Peixoto e Alves (2014); Paiva (2016); Chohan et al (2019), Liu e Chen (2014); Tahir, Rahmam e Masri (2020)	+	-
Q de Tobin (Q)	Valor mercado sobre o valor patrimonial da empresa.	$\frac{VM + (PC - AC + EST + DLP)}{Ativo Total}$	Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012); Forti, Peixoto e Alves (2014); Reyna (2017).	-	+
Alavancagem (AL)	Nível de risco, relaciona capital de terceiros e próprio	$\frac{(DCP + DLP)^4}{Patrimônio Líquido}$	Ali (2022); Aivazian, Booth e Cleary (2003).	+	+
Liquidez (LIQ)	Nível de liquidez em relação ao Ativo Total.	$\frac{Caixa}{Ativo Total}$	Forti, Peixoto e Alves (2014), Paiva (2016); Chohan et al (2019)	+	+
Capex (CAPEX)	Fluxo de caixa utilizado em investimentos nas empresas.	$\frac{\Delta Ativo Imob + Depreciação}{Ativo Total}$	Aivazian, Booth e Cleary (2003); Amidu e Abor (2006); Anil e Kapoor (2008).	+	+
Tangibilidade do Ativo (TANG)	Fatores determinantes da estrutura de capital.	$\frac{Imobilizado}{Ativo Total}$	Amidu e Abor (2006); Ahmed e Javid (2008); Anil e Kapoor (2008)	+	+
Setor de Atividade (SAT)	Será utilizada a classificação setorial da B3.	Dummies referentes a cada setor de atividade do econômica.	Gomes, Takamatsu e Machado (2015); Da Silveira Galvão, Santos e Araújo (2018)		
Tempo (ANO)	Variáveis Dummy que captam o efeito do tempo.	Dummies referentes a cada ano.	Sonza e Kloeckner (2014); Almeida, Campello e Galvão (2010)		

Nota: ¹DCP= Dívida de curto prazo; DLP= Dívida de longo prazo; TJ= Taxa de juros; AI=Alíquota de impostos; NMI= número de membros independentes; ²APC= direitos de controle do acionista majoritário; APT= direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário; ³VM=Valor de Mercado; PC= Passivo Circulante; AC= Ativo Circulante; EST=Estoque; DLP= Dívida de Longo Prazo; ⁴DCP= Dívida Curto Prazo.

Fonte: Elaborado pelos Autores (2024).

Para atender o arcabouço teórico da pesquisa, elenca-se cinco variáveis dependentes do estudo: “distribuição de juros sobre capital próprios” (JSCP) dividida lucro líquido e pelo ativo total (Colombo & Terra, 2022; Lopes, Dias Filho & Abreu, 2018; Pereira e Petri, 2020); “distribuição de Dividendos” (DIV) dividida pelo lucro líquido e pelo ativo total (Dewasiri et al., 2019; Malik & Sattar, 2018; Boshnak, 2021) e *Payout* (Dividendos + JSCP) sobre o ativo total, cujas formulações matemáticas estão expressas no Tabela 1. Como variáveis independentes principais, foram utilizadas proxies para entrincheiramento (Dualidade, Idade e tempo de serviço do CEO) e para remuneração. Por fim, a Tabela 2 apresenta variáveis de controle utilizadas, com suas respectivas definições, medidas, autores e sinais esperados.

Com a finalidade de identificar o melhor modelo, foram utilizados o Teste F, para a decisão entre *Pooled* e Efeitos Fixos, Teste LM de Breusch-Pagan entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios e o Teste Hausman para a decisão entre Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Para análise dos pressupostos básicos da regressão OLS, foram realizados os seguintes testes: (i) Fator de Inflacionamento da Variância (VIF): colineariedade; (ii) Teste de Woodridge: autocorrelação serial; (iii) Breusch-Pagan/Cook-Weisberg: homocedasticidade; (iv) Shapiro-Wilk e Doornik-Hansen: Normalidade; (v) Matriz de covariância; (vi) Teste de Durbin-Wu-Hausman: Endogenia. Todas as variáveis foram inflacionadas pelo IGP-M.

2.3 Análise dos resultados

Para atingir o objetivo do estudo, inicialmente, é apresentada a estatística descritiva acerca das variáveis dependentes e independentes principais. Na Tabela 3 é percebido que, em média, as empresas distribuem em torno de 1,38% dos seus lucros através dos juros sobre o capital próprio, o que representa 0,01% dos ativos totais dessas empresas. Em se tratando dos dividendos, as empresas tendem a pagar em torno de 3,21% do seu lucro líquido, representando em torno de 0,04% dos ativos totais, apresentando diferenças significativas de 1% para essas duas variáveis. O total de *payout* (Dividendos + JSCP) representa 0,04% do ativo total.

A Figura 1 corrobora com esse resultado, já que a mediana do pagamento de dividendos é superior. No entanto, a evolução temporal entre 2013 e 2022 evidencia um aumento expressivo do pagamento de JSCP, em contraponto, o oposto ocorreu com relação ao pagamento dos dividendos, sendo que, a partir de 2019, esses dois indicadores apresentaram a menor amplitude, com tendências paralelas a partir deste ponto.

Tabela 3 Medidas de tendência central, assimetria e curtose JSCP e DIV (winsorização de 1%).

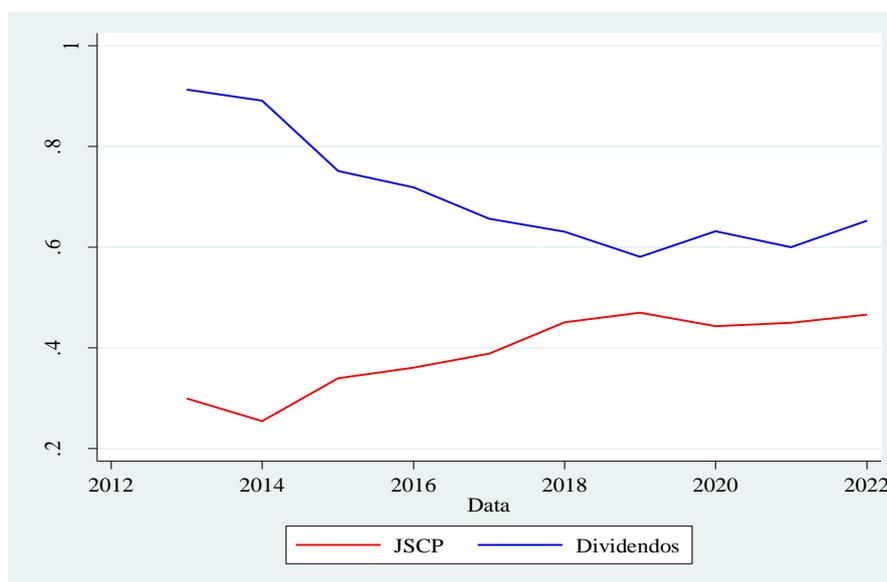
Estatísticas	JSCP1	DIV1	JSCP2	DIV2	Payout	REM*	LIE	LTN
Média	0,0138	0,0321	0,0001	0,0004	0,0004	20,5758	49	3,6151
Desvio Padrão	0,0837	0,1566	0,0027	0,0071	0,0090	28,3631	18	3,6860
Assimetria	6,6269	5,1039	44,6092	24,2525	25,6993	0,0214	-1,4840	2,3832
Curtose	48,1845	28,5899	1993,031	619,8833	700,3987	0,4622	5,5532	10,0969
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0010	29	0,2500
Máximo	0,8081	1,0000	0,1212	0,2051	0,2717	64,9743	92	25,1300

Nota: JSCP1=Juros sobre capital próprio sobre o lucro líquido; JSCP2 = Juros sobre capital próprio sobre o Ativo Total; DIV1 = Dividendos sobre o lucro líquido; DIV2 = Dividendos sobre o ativo Total; Payout = Total de remuneração (Dividendos + JSCP) sobre o ativo total; REM = Remuneração; LIE = Idade do CEO; LTN = Tempo de serviço do CEO. *em milhões de reais ajustados pelo IGPM.

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Ainda na Tabela 3, podem ser evidenciadas as estatísticas descritivas das variáveis independentes principais. Observa-se que, em média, a remuneração do CEO gira em torno de 20,5758 milhões por ano, apresentando, no entanto, um alto valor para o desvio padrão. A idade média dos CEOs foi de 49 anos, sendo 92 anos a idade máxima apresentada. Com relação ao tempo de ocupação do CEO no cargo de principal diretor, a média de tempo foi aproximadamente de 3 anos e sete meses.

Figura 1 Comparativo das variáveis “JSCP” e “Dividendos”



Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Na análise bivariada (não reportada), foi apresentada uma correlação alta (maior que 0,7) entre a idade e o tempo de serviço do CEO, mas essas variáveis não apresentaram valores acima de 5 no teste VIF (Fator de Inflação da Variância), indicando que não existe colinearidade

entre elas e podem ser usadas na mesma regressão. Por fim, a análise multivariada se efetivou por meio de regressão com dados em painel.

A Tabela 4 evidencia os resultados para a Análise de Regressão OLS estimada pelos métodos *Pooled* com erro padrão robusto (*Robust*) e efeitos aleatórios (*Random Effects*) para as cinco variáveis envolvendo JSCP e dividendos. Ressalta-se que a escolha por estimações *Pooled* e Efeitos Aleatórios (EA) deve-se aos testes aplicados, como o teste de Hausman entre efeitos fixos e aleatórios, que não rejeitou a hipótese nula, evidenciando que a melhor opção é por efeitos aleatórios. Após, testou-se os modelos de *Pooled* e efeito fixo pela aplicação de Breusch-Pagan LM, onde não foi rejeitada a hipótese nula, sendo escolhido o *pooled*. Para robustez, as regressões com efeitos aleatórios também foram testadas.

Com relação aos testes relativos aos pressupostos do OLS, destaca-se, através dos testes VIF (Fator de Inflacionamento da Variância), Shapiro-Wilk e Doornik-Hansen (normalidade), Wooldridge (autocorrelação serial), Breusch-Pagan/Cook-Weisberg e Wald modificado (heterocedasticidade), matriz de covariância e Durbin-Wu-Hausman (Endogenia), que as variáveis não apresentam multicolineariedade, os erros não apresentam distribuição normal, existe autocorrelação serial de ordem 1, a matriz de covariância não é diagonal, os resíduos são heterocedásticos e existe endogenia. Por esse motivo, foi aplicado um modelo mais robusto.

Para a análise, inicialmente foi aplicado o teste de Vuong (1989). O teste apresenta uma característica probabilística e baseia-se na razão de verossimilhança, com a finalidade de testar a hipótese nula de que os modelos concorrentes estão igualmente próximos do verdadeiro processo de geração de dados, contra a hipótese alternativa de que um modelo está mais próximo. Assim, foi encontrada uma diferença significativa ($P > |t| = 0,065$) nos modelos apresentados, evidenciando que os dividendos e JSCP sofrem influências diferentes das variáveis de governança.

Como pode ser evidenciado na Tabela 4, os resultados pelo método *Pooled* e por efeitos aleatórios apresentaram resultados similares. O R^2 foi relativamente alto, evidenciando que o poder de explicação das regressões varia de 66,63% a 74,45%. Nas regressões, a remuneração apresentou resultados diferentes. Enquanto o aumento de 1 ponto percentual na remuneração dos executivos aumenta de 0,0069 a 0,0116 pontos percentuais o pagamento de juros sobre o capital próprio, ao nível de significância de 1% e 5%, diminui de 0,0445 a 0,003 pontos percentuais o pagamento de dividendos, ao nível de significância de 10% e 1%, respectivamente.

Tabela 4 Regressões OLS para Juros sobre o Capital Próprio e dividendos via métodos *Pooled* e EFA.

Variável	JSCP1		DIV1		JSCP2		DIV2		Payout	
	<i>Pooled</i>	EF Aleatórios	<i>Pooled</i>	EF Aleatórios	<i>Pooled</i>	EF Aleatórios	<i>Pooled</i>	EF Aleatórios	<i>Pooled</i>	EF Aleatórios
CONST	-0,5365	-0,5365 **	-0,176	-0,176	-0,2627	-0,2627	0,2006	0,2006	-0,0621	-0,0621
REM	0,0116***	0,0115**	-0,003***	-0,003	0,0069**	0,0069**	-0,0445*	-0,0445	-0,0376	-0,0376
LIE	0,1593	0,0159	-0,075	-0,075**	0,0063	0,0063	-0,3340*	-0,3340**	-0,3278*	-0,3278**
LTN	-0,0208	-0,2082	0,154	0,1537***	-0,0051	-0,0051	0,6392*	0,6392***	0,634*	0,634***
DUAL	-0,0544	-0,0544	-0,254*	-0,254***	-0,0418*	-0,0418**	-0,8402*	-0,8402**	-0,8821*	-0,8821**
BF	-0,0038	-0,0038	0,006	0,006	-0,0017	-0,0017	0,0334	0,0334	0,0317	0,0317
LNC	0,1113	0,1113**	0,242	0,242**	0,0498	0,0498*	0,8771*	0,8771**	0,9269*	0,9269**
CI	-0,1782*	-0,1782***	-0,046**	-0,046	-0,0899*	-0,0899***	0,1428	0,1428	0,0529	0,0529
DAP	-0,1868	-0,0187	0,13	0,13	0,0009	0,0009	0,4699	0,4699	0,4708	0,4708
ROA	-0,2838	-0,2838	-1,238	-1,238**	-0,2616	-0,2616**	-3,6233	-3,6233*	-3,885	-3,885*
Q	0,0413*	0,0413**	0,040**	0,04	0,0295*	0,0295***	0,0107	0,0107	0,0403	0,0403
AL	-0,0233	-0,0233	0,201	0,201	-0,0098	-0,0098	0,1011	0,1011	0,0914	0,0914
LIQ	0,6246*	0,6246***	0,270*	0,27	0,3186*	0,3186***	-0,0906	-0,0906	0,228	0,228
CAPEX	0,0046	0,0046	-0,21	-0,21	-0,0122	-0,0122	-0,7756	-0,7756	-0,7877	-0,7877
TANG	0,135	0,135	-0,255	-0,255	0,0665	0,0665	-1,3234	-1,3234	-1,2569	-1,2569
SAT	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
ANO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
R ² (overall)	0,7445	0,7445	0,6663	0,6663	0,7035	0,7035	0,6801	0,6801	0,6738	0,6738

Notas: 1) ***, significativo a 1%; **, significativo a 5%; *, significativo a 10%. 2) JSCP1=Juros sobre capital próprio sobre o lucro líquido; JSCP2 = Juros sobre capital próprio sobre o Ativo Total; DIV1 = Dividendos sobre o lucro líquido; DIV2 = Dividendos sobre o ativo Total; Payout = Total de remuneração (Dividendos+JSCP) sobre o ativo total. REM=Remuneração CEO; LIE= Logaritmo natural da idade do CEO; LTN= logaritmo natural da tenure; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho; BF=Benefício fiscal; LNC=Logaritmo natural do tamanho do conselho; CI=Membros independentes do conselho; DAP=Desvio entre direito de voto e direito de fluxo de caixa ; ROA=Retorno sobre ativos ; Q= Q de Tobin; AL=Alavancagem ; LIQ = Liquidez; CAPEX=Gastos com Investimento em capital; DUAL =Dualidade; TANG=Tangibilidade ; SAT= Efeito fixo setorial; ANO= Efeito fixo temporal.

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Esses resultados corroboram com os achados de Armstrong et al (2015) e Rego e Wilson (2012), os quais afirmam que o aumento dos incentivos explícitos faz com que os executivos ajam de acordo com os interesses da firma, sendo que os JSCP podem representar uma diminuição do pagamento de impostos, gerando benefícios para a organização. No mais, contrariam os estudos de Bhattacharyya et al (2008), Yahya e Ghazali (2017) e Souza (2022), os quais afirmam que a política de dividendos pode atuar como um dispositivo de controle substituto na falta de mecanismos fortes de governança corporativa. As regressões referentes ao *Payout* não apresentaram significância para essa variável.

Em se tratando do entrincheiramento do gestor, medido pela dualidade, idade e tempo de serviço do CEO, essas variáveis apresentaram resultados controversos. O fato de executivos também participarem dos conselhos de administração, demonstrou ser negativo em todos os casos, onde essa variável afetou negativamente o pagamento de JSCP em 0,0418 pontos percentuais (a 10% e 1% de significância) e o pagamento de dividendos de 0,254 e 0,8402 pontos percentuais, gerando um efeito significativo e negativo na política de *payout* das empresas em 0,8821 pontos percentuais.

Os estudos de Asamoah (2011), Arshad *et al.* (2013), Malik e Sattar (2018), Rahman e Masri (2020) e Nazar (2021), também encontraram uma relação negativa e significativa entre a dualidade e a distribuição de dividendos em países subdesenvolvidos, pois as empresas mais bem governadas e com menor probabilidade de dualidade se preocupam com a sinalização positiva que o pagamento de dividendos pode gerar, aumentando o valor de mercado das empresas.

A idade do CEO apresentou significância para os dividendos e não para os JSCP, evidenciando que o aumento de 1 ponto percentual nessa variável afeta negativamente entre 0,075 e 0,3340 pontos percentuais o pagamento de dividendos, com nível de significância de 5% e 10%. A idade do CEO, como indicador de experiência e conservadorismo, pode influenciar o alinhamento entre as decisões de gestão e os interesses dos acionistas. CEOs mais velhos, com maior experiência acumulada, podem adotar uma postura mais conservadora na gestão de recursos, priorizando a retenção de lucros e a estabilidade financeira da empresa em detrimento da distribuição de dividendos. Essa abordagem está em consonância com a pesquisa de Battisti (2022), que evidencia um impacto negativo da idade do CEO na política de dividendos, sugerindo que a experiência e o conservadorismo associados à idade podem levar a uma menor distribuição de ganhos aos acionistas. Esse resultado também foi evidenciado quando considerado o *Payout*, que gerou um efeito negativo de 0,3278 pontos percentuais.

No entanto, em se tratando de *tenure*, os resultados evidenciam que o aumento de 1 ponto percentual no tempo de serviço dos CEOs aumenta de 0,1537 a 0,6392 pontos percentuais o pagamento de dividendos. Esse achado corrobora com a perspectiva de que CEOs com maior tempo de serviço podem estar mais alinhados com os interesses dos acionistas, optando por recompensá-los com uma distribuição de dividendos mais generosa (La Porta et al., 2000). No entanto, a ausência de impacto significativo da *tenure* do CEO na distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) pode ser atribuída às particularidades regulatórias e fiscais dessa forma de remuneração, que exigem uma abordagem mais técnica e menos influenciada pelo tempo de serviço do CEO, conforme apontado por Santos e Salotti (2007).

Em termos de variáveis de controle, o tamanho do Conselho de Administração mostrou relação positiva e significativa com praticamente todos os modelos analisados. A relação positiva observada entre o tamanho do conselho e a distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) e dividendos sugere que um conselho maior pode proporcionar uma fiscalização mais efetiva das decisões de gestão, incluindo as políticas de distribuição de lucros. Esse achado também está alinhado com os estudos de Ahmad, Khan e Khan (2019) e Nazar (2021), que ressaltam a importância do conselho de administração na promoção da transparência e na redução dos conflitos de agência, especialmente em empresas familiares, onde o pagamento de dividendos pode ser utilizado como uma estratégia para fortalecer a credibilidade e competitividade no mercado.

A Independência do Conselho mostrou uma relação negativa e significativa para ambas as estimações. Esses resultados estão em consonância com os achados de Belkhir, Boubaker e Derouiche (2014), Boshnak (2021) e Raheja (2005) pois, quando os conselheiros independentes são monitores eficazes, espera-se que limitem os custos de agência e protejam os interesses dos acionistas minoritários contra o abuso das partes controladoras e a tendência destes em utilizar benefícios privados.

A Liquidez mostrou uma relação positiva e significativa tanto para os JSCP quanto para os dividendos em grande parte das análises. Cabe destacar que um alto índice de liquidez indica estabilidade financeira de uma empresa, a qual pode ter capacidade de pagar dividendos mais altos (Byoun, Chang & Kim, 2016; Coville & Kleinman, 2015).

Em se tratando de desempenho, o ROA apresentou resultados negativos para ambas as variáveis, evidenciando que empresas mais rentáveis buscam reter mais seus resultados ao invés de adotar políticas de remuneração dos acionistas. Esse resultado, apesar de não ser esperado, está em compasso com Allen e Michaely (2003), os quais afirmam que não há evidências de que as empresas que aumentam seus dividendos experimentam um lucro ou fluxo de caixa

maior em períodos subsequentes. O valor de mercado, representado pelo Q de Tobin, foi positivo e significativo para ambas as variáveis. O pagamento de JSCP e de dividendos pode ser uma sinalização de que a empresa está em boas condições financeiras, já que esse pagamento é um indicativo de que a empresa está com fluxo de caixa livre (Tirole, 2006; Almeida & Campello, 2007)

A independência do Conselho, por sua vez, mostrou-se inversamente relacionada com ambas as variáveis de remuneração do acionista. Nessa linha, Pahi e Yadav (2018) e Boshnak (2021) apontam que os conselheiros independentes tendem a proteger os interesses dos acionistas minoritários, a fim de atenuar os problemas de agência. Por fim, as variáveis de Benefício fiscal, CAPEX e Tangibilidade dos ativos não apresentaram nenhuma relação significativa com as variáveis analisadas.

3. Conclusões e recomendações para trabalhos futuros

A pesquisa objetivou analisar o impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio nas empresas brasileiras de capital aberto. Em se tratando da estatística descritiva e análise gráfica, foi identificado que as empresas ainda valorizam mais o pagamento de dividendos. Esse resultado está de acordo com o estudo de Colombo e Terra (2022), os quais evidenciaram que muitas empresas podem não desfrutar dos benefícios fiscais do JSCP devido à legislação tributária, que desencoraja seu uso pelos acionistas controladores. No entanto, existe uma tendência gradativa de diminuição do pagamento de dividendos e aumento do pagamento de JSCP.

Na análise de regressão, foi comprovado que os incentivos explícitos, medidos através da remuneração dos CEOs, têm um efeito positivo na distribuição de JSCP, não rejeitando a hipótese 1 do estudo. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) explicam que, como a carga tributária líquida é menor para pagamentos de juros sobre capital próprio, as empresas brasileiras têm incentivos para distribuir dinheiro aos acionistas por esse meio. Nesse caso, o aumento dos incentivos explícitos faz com que os executivos ajam de acordo com os interesses da firma, sendo que os JSCP podem representar uma diminuição do pagamento de impostos, gerando benefícios para a organização (Armstrong et al., 2015; Rego & Wilson, 2012).

No entanto, quando observada a influência dos gestores entrincheirados, medida através da dualidade, idade e tempo de serviço dos CEOs, os resultados não são claros. A existência de executivos participando do conselho de administração faz com que exista uma menor predisposição, tanto para pagamento de dividendos quanto para JSCP. Esses resultados estão

em compasso com Asamoah (2011), Arshad *et al.* (2013), Malik e Sattar (2018), Rahman e Masri (2020) e Nazar (2021), os quais afirmam que empresas mais bem governadas e com menor probabilidade de dualidade se preocupam com a sinalização positiva que o pagamento de dividendos pode gerar, aumentando o valor de mercado das empresas.

Também foi identificado um impacto negativo da idade dos CEOs no pagamento de dividendos, sugerindo que a experiência e o conservadorismo associados à idade podem levar a uma menor distribuição de ganhos aos acionistas (Battisti, 2022). No entanto, os CEOs com maior tempo de serviço exercem um efeito positivo no pagamento de dividendos, pois podem estar mais alinhados com os interesses dos acionistas, optando por recompensá-los com uma distribuição de lucros mais generosa (La Porta et al., 2000).

No mais, a ausência de impacto significativo da *tenure* do CEO na distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) pode ser atribuída às particularidades regulatórias e fiscais dessa forma de remuneração, que exigem uma abordagem mais técnica e menos influenciada pelo tempo de serviço do CEO, conforme apontado por Santos e Salotti (2007). Desse modo, quanto mais longo o mandato, mais entrincheirado é o CEO. Devido a esse resultado, não se pode rejeitar totalmente a hipótese 2 do estudo.

Diante dessas constatações, pode-se inferir que, para o mercado brasileiro, a governança corporativa impacta de forma distinta nas distribuições de Dividendos e de JSCP, sendo possível oferecer insights sobre como esses fatores estão associados com as decisões financeiras das empresas e destacar a complexidade que caracteriza as práticas de governança corporativa e a sua relação com as estratégias de distribuição de lucros.

As principais limitações desta pesquisa estão associadas à coleta de dados no que se refere à quantidade de observações disponíveis nas bases de dados no período abrangido entre 2013 e 2022, também se destaca a comparação com outras publicações com o mesmo viés de pesquisa, visto que a distribuição por JSCP é peculiaridade do caso brasileiro.

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

Referências Bibliográficas

- Ahmad, M. N., Khan, F. U., & Khan, Y. (2019). Board composition, ownership structure and dividend payout policy: Evidence from PSX-100 Index of Pakistan. *Journal of Business & Tourism*, 5(1), 55-73. <https://doi.org/10.34260/jbt.v5i1.114>
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61, 129-152. <https://doi.org/10.1590/s0034-71402007000200001>
- Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 46, 102493.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.
- Almeida, H. & Campello, M. (2007) Financing Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, 20, 1429-1460.
- Almeida, H., Campello, M., & Galvao Jr, A. F. (2010). Measurement errors in investment equations. *The Review of Financial Studies*, 23(9), 3279-3328. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq058>
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Relevance of signaling and smoothing approaches to dividend: A study of Indian IT sector. *Asia Pacific Business Review*, 4(4), 104-123. <https://doi.org/10.1177/097324700800400410>
- Anssari, M. A. A., & Al Sabti, A. A. A. (2022). Dividend distribution policy and corporate response behavior: Analytical research on companies in the industrial sector on the Iraq Stock Exchange. *Management*, 9(2), 01-13. <https://doi.org/10.9756/iajafm/v9i2/iajafm0902>
- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of accounting and Economics*, 60(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.02.003>
- Arshad, Z., Akram, Y., Amjad, M., & Usman, M. (2013). Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal of contemporary research in business*, 5(3), 378-401. <https://journal-archieves34.webs.com/378-401.pdf>
- Asamoah, G. N. (2011). Corporate governance and dividend policy: An evidence from Ghana. Available at SSRN 1845429. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1845429>
- Battisti, E., et al. (2022). Intellectual capital and dividend policy: the effect of CEO characteristics. *Journal of Intellectual Capital*, 23(1), 127-143. <https://doi.org/10.1108/jic-11-2020-0354>
- Belkhir, M., Boubaker, S., & Derouiche, I. (2014). Control–ownership wedge, board of directors, and the value of excess cash. *Economic Modelling*, 39, 110-122. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.02.026>

- Berzins, J., Bohren, O., & Stacescu, B. (2014). Dividend, taxes, and agency costs. *Working Paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2132165>
- Bhatia, B. S. (2021). Board Composition, CEO Duality and Dividend Policy: A Tobit/Probit Model Approach. *Corporate Governance*, 3(2). <https://doi.org/10.58426/cgi.v3.i2.2021.28-42>
- Bhattacharyya, N., Mawani, A., & Morrill, C. (2008). Dividend payout and executive compensation: theory and evidence. *Accounting & Finance*, 48(4), 521-541. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2007.00255.x>
- Boshnak, H. A. (2021). The impact of board composition and ownership structure on dividend payout policy: evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/ijoem-05-2021-0791>
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>
- B3. Brasil Bolsa Balcão. Banco de dados. (2023). Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm
- Brasil. (1976). Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm
- Brasil. (1995). 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. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm
- Brasil. (2021). Projeto de Lei 307/2021 de 08 de fevereiro de 202. Dispõe sobre a tributação de lucros e dividendos. Recuperado de <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2269697>
- Briano-Turrent, G. D. C., Li, M., & Peng, H. (2019). The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: Evidence from Latin America. *Research in International Business and Finance*, 51, 101086. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101086>
- Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2016). Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 48-101. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12119>
- Chohan, M. A., Ramakrishnan, S., Al-Harhi, S. A., & Butt, S. (2019). Firm level determinants and dividend policy in Pakistan. *International Journal of Recent Technology and Engineering*, 8(2), 924-929. <https://doi.org/10.35940/ijrte.b1190.0982s919>
- Colombo, J. A., & Terra, P. R. S. (2012). Juros sobre o capital próprio, estrutura e propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil. In *Encontro Nacional de Economia*. Recuperado de https://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i7-896d14b44c6f1324c15e31e1789490ec.pdf
- Colombo, J. A., & Terra, P. R. S. (2022). Juros sobre o capital próprio versus dividendos: o papel da identidade do acionista na elisão fiscal de empresas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24, 175-205.

- Coville, T. G., & Kleinman, G. (2015). Independent directors and dividend payouts in the post sarbanes–oxley era. In *Sustainability and Governance* (pp. 57-98). Emerald Group Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/s1041-706020150000018002>
- da Silveira Galvão, K., dos Santos, J. F., & de Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3-30.
- Decourt, R. F. (2009). O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa (Doctoral dissertation, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre).
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of financial Economics*, 79(1), 145-179.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/mf-09-2017-0331>
- El Ammari, A. (2021). Do CEO duality and ownership concentration impact dividend policy in emerging markets? The moderating effect of crises period. *International Journal of Financial Studies*, 9(4), 62.
- Forti, C., Peixoto, F., & Alves, D. (2014). Pagamento de dividendos no Brasil: um estudo empírico sobre seus determinantes. *XIV Ebfín*.
- Franck, A. G. S. & Sonza, I. B. (2021). Propriedade estatal e governança. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(47).
- Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2006). Do managerial motives impact dividend decisions in REITs?. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32, 327-355. <https://doi.org/10.1007/s11146-006-6805-8>
- Gill, A. S., & Obradovich, J. D. (2012). Corporate governance, institutional ownership, and the decision to pay the amount of dividends: Evidence from USA. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97(September), 60-71. <https://doi.org/10.1504/ijbg.2013.052988>
- Gomes, P. H. da C. P. N., Takamatsu, R. T., & Machado, E. A. (2015). Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. *REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade*, 5(2), 62-84. <https://doi.org/10.18696/reunir.v5i2.278>
- Granzotto, A. (2020). O desvio da regra ‘uma ação um voto’ induz restrição de crédito? (Master's thesis, Universidade Federal de Santa Maria, Programa de Pós-Graduação em Administração, Santa Maria, RS).
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1272-z>
- Hoch, V. D. (2017). Juros sobre capital próprio: os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas (Master's thesis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS).

- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 52, 448-463. <https://doi.org/10.1590/s0034-75902012000400007>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Larrate, M. (2000). *Governança corporativa e remuneração dos gestores*. Editora Atlas SA.
- Leary, M., & Nukala, V. (2024). Corporate dividend policy. *Handbook of Corporate Finance*, 126-175.
- Liu, C., & Chen, A.-S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, 37, 194-207. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.12.001>
- Lopes, L. M. S., Dias Filho, J. M., & de Abreu, E. S. (2018). Gerenciamento do resultado contábil e tributário através dos juros sobre capital próprio em empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(2), 101-118. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i2.7461>
- Malik, W., & Sattar, A. R. (2018). Corporate Governance Characteristics and Operating Cash Flow as Determinants of Dividend Payout: Evidence from Pakistan. *Pacific Business Review International*, 11(5), 123-130.
- Manoel, A. A. S., Moraes, M. B. D. C., & de Araujo, J. A. O. (2024). The effects of financial constraints on the market value of cash in a mandatory dividend context. *International Journal of Finance & Economics*, 29(1), 1012-1041.
- McGuinness, P. B., Lam, K. C. K., & Vieito, J. P. (2015). Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific Journal of Management*, 32(4), 989-1038. <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9443-y>
- Mehdi, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis?. *Journal of Applied Accounting Research*. <https://doi.org/10.1108/jaar-07-2014-0079>
- Nazar, M. C. A. (2021). The influence of corporate governance on dividend decisions of listed firms: Evidence from Sri Lanka. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 289-295. <https://doi.org/10.32996/jefas.2021.3.1.3>
- Neto, J. A. de Souza, Jordão, R. V. D., Pinheiro, J. L., & Marquezine, R. P. (2014). Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(4), 91-108.
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2018). Role of corporate governance in determining dividend policy: Panel evidence from India. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 111-115. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2018.9.3.598>

- Paiva, J. F. M. (2016). Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor bancário brasileiro (Master's thesis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG).
- Pereira, M. C. S., & Petri, S. M. (2020). Juros sobre capital próprio: um estudo sobre a redução financeira tributária das empresas do setor de serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos entre os anos 2017 e 2019. In *X Congresso UFSC de Controladoria e Finanças* (pp. 1-15).
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306. <https://doi.org/10.1017/s0022109000002313>
- Rego, S. O., & Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 775-810. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2012.00438.x>
- Reyna, J. M. S. M. (2017). Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el contexto mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1183-1198. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.005>
- Santos, A., & Salotti, B. M. (2007). Juros sobre o capital Próprio—Pesquisa Empírica Para Avaliação do nível de conhecimento das Empresas sobre sua utilização. *Contabilidade Gestão e Governança*, 10(2).
- Scripelliti, H. C. P. (2012). Dividendos e juros sobre capital próprio: análise dos fatores influenciadores da decisão de distribuição de resultados no Brasil (Master's thesis, Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP).
- Silva, S. S., Silva, J. O., Santos, T. R., & Gonçalves, K. A. (2019). Sistemas de incentivos gerenciais e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 082-100.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. D. O. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 145-160.
- Souza, J. R., Oliveira, J. G., Santos, L. S. Z., & Pinheiro, J. L. (2022). Política de Dividendos e Remuneração de Executivos dos Bancos Brasileiros. In *CONGRESSO ANPCONT. 16, 2012. Anais...* Foz do Iguaçu: ANPCONT.
- Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87-99. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.87>
- Tang, Y. (2020). *An empirical research on corporate governance and dividend policy of listed private enterprises in China* (Doctoral dissertation).
- Tirole, J. (2006) *Theory of Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.
- Uwalomwa, U., Olamide, O., & Francis, I. (2015). The effects of corporate governance mechanisms on firms dividend payout policy in Nigeria. *Journal of Accounting and Auditing*, 2015(1). <https://doi.org/10.5171/2015.313679>
- Vuong, Q. H. (1989). Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 307-333. <https://doi.org/10.2307/1912557>

- Yahya, F., & Ghazali, Z. B. (2017). Effectiveness of board governance and dividend policy as alignment mechanisms to firm performance and CEO compensation. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1398124. <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1398124>
- Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53, 304-323. <https://doi.org/10.1108/rausp-04-2018-006>
- Zani, J., Leites, E. T., Macagnan, C. B., & Portal, M. T. (2014). Interest on equity and capital structure in the Brazilian context. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/ijmf-08-2011-0068>