

RELAÇÃO ENTRE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DO BRASIL

RELATIONSHIP BETWEEN THE BOARD OF DIRECTORS AND THE DIVIDEND POLICY: EVIDENCE FROM BRAZIL

JOSÉ ÉLITON DOS SANTOS

Doutorando em Contabilidade e Administração (FUCAPE Business School)
Professor do Instituto Federal de Alagoas - IFAL
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-4048-1040> / eliton.santos@ifal.edu.br
Rodovia Estadual AL-110, 359, B. Deputado Nezinho, CEP 57.317-291 – Arapiraca/AL

LUIZ ANTONIO FELIX JÚNIOR

Doutor em administração (UNP)
Professor do Instituto Federal de Alagoas - IFAL
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-7427-6673> / E-mail: luiz.felix@ifal.edu.br

Submissão: 12/07/2022. Revisão: 26/01/2023; 28/02/2023. Aceite: 05/04/2023. Publicação: 05/04/2023.
DOI: <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v16i1.7152>

RESUMO

Objetivo: A presente pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de dividendos nas empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Método/abordagem: A pesquisa utilizou dados dos anos de 2010 a 2020 das empresas brasileiras não financeiras retirados da base de dados Econômica e dos Formulários de Referência. Para obtenção dos resultados foram utilizados os métodos de regressão Logit, Tobit e GMM no *software* Stata.

Principais Resultados: Os resultados mostraram que o tamanho do conselho, a independência, a diversidade e dualidade do CEO causam impacto na declaração dos dividendos, no entanto, apenas o tamanho, o gênero e a dualidade do CEO impactam na política de pagamento de dividendos. Já a expertise financeira e a indicação pelos controladores não têm relação com a política de dividendos.

Contribuições teóricas/práticas/sociais: Na prática, os resultados demonstram que a composição dos conselhos de administração no Brasil é importante instrumento de proteção aos acionistas, principalmente os minoritários. No entanto, todos os investidores em geral devem levar a composição em conta, dado que a distribuição de dividendos faz parte da remuneração que eles esperam, e as empresas devem observar suas composições, uma vez que as características dos conselhos podem expropriar investidores.

Originalidade/relevância: Esta pesquisa é a primeira no cenário brasileiro ao analisar, de forma conjunta, diferentes aspectos da composição dos conselhos de administração na distribuição de dividendos. A pesquisa torna-se relevante ao explorar os efeitos da governança corporativa em decisões estratégicas das empresas como a política de dividendos.

Palavras-chave: Conselho de administração. Política de dividendos. Investidores.

Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

ABSTRACT

Purpose: The present research aimed to analyze the relationship between the composition of boards of directors and the dividend policy in publicly traded non-financial Brazilian companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Method/approach: The research used data from the years 2010 to 2020 of Brazilian non-financial companies taken from the Economática database and the Reference Forms. To obtain the results, the Logit, Tobit and GMM methods were used in the Stata software.

Main findings: The results showed that the size, independence, diversity and duality of the CEO have an impact on the declaration of dividends, however only the size, gender and duality of the CEO impact on the payment of dividends and the financial expertise and the indication by the controllers are not related to the dividend policy.

Theoretical, practical/social contributions: In practice, the results show that the composition of the board of directors in Brazil is an important instrument for protecting shareholders, especially minority shareholders. However, all investors in general must take composition into account, given that the distribution of dividends is part of the remuneration they expect, and companies must observe their composition, since the characteristics of the boards can expatriate investors.

Originality/relevance: This research is the first in the Brazilian scenario to analyze the impact of the composition of boards of directors on the distribution of dividends. The research becomes relevant when exploring the effects of Corporate Governance on strategic decisions of companies such as dividend policy.

Keywords: Board of directors; Dividend policy; investors

1 INTRODUÇÃO

Os acionistas normalmente investem em participações nas empresas buscando maximizar seus ganhos, seja através da valorização das ações ou por meio da distribuição de dividendos (Thompson & Manu, 2021). Quanto à distribuição de dividendos, Guttman, Kadan e Kandel (2010) explicam que os acionistas esperam que o pagamento de dividendos se mantenha em um determinado nível ao longo do tempo, dado a rigidez dos dividendos que são declarados, o que faz com que os dividendos sejam uma parcela importante no sentimento do investidor em ações (Floyd, Li & Skinner, 2015).

Algumas pesquisas anteriores buscaram relacionar a política de dividendos com algumas características das empresas. Dentre tais características podemos citar: o fluxo de caixa livre da empresa (Jagannathan, Stephens, Weisbach & 2000; Lie, 2000), a perspectiva de ganhos futuros (Benartzi, Michaely, & Thaler, 1997), a perspectiva de crescimento futuro (Gugler, 2003) e mais recentemente a abordagem da clientela na perspectiva de impostos (Dahlquist, Robertsson & Rydqvist, 2014; Colombo & Caldeira, 2018). Outras pesquisas relacionaram características gerenciais com a política de dividendos levando em consideração a abordagem da Teoria da Agência, pressupondo que interesses da administração podem levar à expropriação de acionistas (Easterbrook, 1984; Baker & Wurgler, 2004; Trabelsi, Aziz & Lilti, 2019).

Nesta seara gerencial, há um número limitado de pesquisas que relacionem a estrutura do conselho de administração e a política de dividendos das empresas (Thompson & Manu, 2021), o que no entanto vem ganhando força dado a crescente importância dos conselhos

para as empresas, dado o poder de decisão que estes têm, bem como a ampliação da necessidade de monitoramento da gestão, o que tem sido cada vez mais discutido por conta de fraudes e escândalos do passado que fizeram com que as normas maximizassem o poder dos conselhos de administração afim de proporcionar mais responsabilidades e confiança à administração das empresas (Guttman et al., 2010).

Estudos mais recentes analisaram o efeito de características como a diversidade de gênero, o tamanho e a independência do conselho sobre a política de dividendos em mercados subdesenvolvidos como a Malásia (Tahir, Masri & Rahman, 2020) e a Índia (Sanan, 2019). No entanto, a pesquisa de Thompson e Manu (2021) utilizou empresas dos EUA e uma maior quantidade de características dos conselhos para analisar a relação entre estes e a política de dividendos. Dessa forma, o emprego de um conjunto maior de características dos conselhos em um mercado subdesenvolvido como o Brasil pode trazer evidências que a composição do conselho pode ser importante para a política de dividendos nestes mercados. Assim, o objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre a composição dos conselhos de administração e a política de dividendos nas empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Esta pesquisa contribui com a literatura existente acerca da relação entre a composição do conselho de administração e a política de dividendos e se diferencia dos demais estudos em dois aspectos. Em primeiro lugar utiliza mais características dos conselhos que aquelas empregadas nos trabalhos desenvolvidos em mercados emergentes (Chen, Leung & Goergen, 2017; Tahir et al., 2020; Sanan, 2019). Em segundo lugar, utiliza as mesmas características da pesquisa de Thompson e Manu (2021) realizada nos EUA, mas é realizada em um mercado de capitais com grandes diferenças em relação ao norte-americano, principalmente pelo fator da Lei 6.404/76 exigir como regra a distribuição de dividendos.

Outra contribuição desta pesquisa é o fato de mostrar a importância do fortalecimento das práticas de governança corporativa para as empresas. O conselho de administração funciona como o órgão máximo de governança das empresas (Fama & Jensen, 1983) e deve ser um importante balizador das decisões corporativas. Assim, a pesquisa fornece evidências, para todos os investidores, que o conselho de administração tem papel fundamental na política de dividendos das empresas e que tal fato pode impactar na rentabilidade esperada por eles. Na prática, a pesquisa sugere que os investidores precisam observar a composição dos conselhos de administração das empresas que desejam investir, dado que o monitoramento da gestão é diverso a depender dos conselheiros que integram os conselhos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O conselho de administração funciona como um mecanismo de governança corporativa que desempenha a importante função de monitoramento da gestão, o que reduz os problemas de agência entre acionistas e administradores (Fama & Jensen, 1983; Drakos & Bekiris, 2010), causando impactos diversos nas decisões corporativas das empresas (Cho & Kim, 2007; Kao, Hodgkinson & Laafar, 2019). Desta forma, as empresas necessitam de fortalecerem os conselhos de administração para lograrem êxito na performance empresarial e reduzir as incertezas causadas pelos conflitos de agência (Kiel & Nicholson, 2003; Cho & Kim, 2007).

Vários estudos sobre conselhos de administração focaram em estabelecer sua relação com características das empresas, especialmente a geração de valor e o desempenho (Guest,

2009; Baglioni & Colombo, 2013), sendo que nem sempre estes resultados trouxeram evidências suficientes para estabelecer esta relação (Daily, Dalton & Cannella, 2003; Acero e Alcalde, 2021). Desta forma, a avaliação do conselho de administração pode ser explorada de forma mais eficiente quando se procura analisar questões e decisões específicas que impactam diretamente no desempenho das empresas, como em fusões e aquisições (Redor, 2016; Acero & Alcalde, 2021) ou política de dividendos (Tahir et al., 2020; Sanan, 2019; Thompson & Manu, 2021), por exemplo.

Com efeito, a função de formulação, decisões e interpretações de políticas financeiras das empresas é precípua da gestão da empresa (Cho & Kim, 2007). Contudo compete ao conselho de administração o papel de analisar e aprovar as decisões quanto aos aspectos financeiros e econômicos (Bem-Amar & Zeghal, 2011), funcionando assim como um órgão de assessoramento da gestão, que além de monitorá-la também fornece direcionamentos para as tomadas de decisões (Alcero & Alcalde, 2021). No entanto, para a correta e eficaz participação dos conselhos de administração é necessário dentre outras características que este possua diversidade, independência, expertise financeira e pratique boas práticas de governança corporativa (Chen & Zhou, 2007; Tahir et al., 2020; Sanan, 2019; Sun & Zhang, 2021)

De acordo com Malik, Gul, Khan, Rehman e Khan (2013), as decisões tomadas pelos conselhos de administração partem de motivos e escolhas de alternativas dos próprios membros que devem considerar a estratégia das empresas, uma vez que são responsabilizados por tais decisões. Neste sentido, Hillman, Cannella e Paetzold, (2000) argumentam que é imprescindível aos membros dos conselhos a compreensão das estratégias das empresas para a correta tomada de decisão, dado que a pluralidade do conselho traz para as empresas diversidades de informações, mas também possibilita conflitos, uma vez que diferentes conhecimentos e habilidades, especialidades e percepções podem fazer com que haja divergências que atrapalhem o monitoramento da gestão.

2.2 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A política de dividendos das empresas é uma importante decisão de finanças corporativas (Benjamin & Biswas, 2019; Chen et al., 2017) pois os dividendos representam parte dos ganhos auferidos pela empresa em determinado período (Kulathunga & Azeez, 2016; Uwalomwa, Olamide & Francis, 2015). Segundo Tahir et al. (2020), fatores como especulação de mercado de capitais, assimetria de informações nos ambientes econômicos, efeitos tributários e legais e problemas de agência reforçam que estabelecer uma política de dividendos alinha com as estratégias empresariais é fundamental para o estabelecimento de uma política que atende a todos os interessados pelas entidades.

A política de dividendos está relacionada com a decisão de distribuir ou não dividendos e em caso positivo está relacionada também com o montante a ser distribuído (Guttman et al., 2010). Com efeito, a política de dividendos é uma das mais importantes decisões financeiras das empresas pois pode ter como consequências o crescimento da empresa através do reinvestimento dos recursos quando não há a distribuição de dividendos, mas também pode melhorar o sentimento do investidor, dado que a distribuição de dividendos sinaliza para o mercado que as empresas possuem capacidade em gerar recursos financeiros (Cho & Kim, 2007; Cooper & Lambertides, 2018).

Vários estudos têm empreendido esforços para identificar os determinantes das políticas de dividendos (Thompson & Manu, 2021). Dentre estes determinantes, o excesso de caixa (Lie, 2000), a potencialidade de investimentos das empresas (Gugler, 2003), o

crescimento das empresas (La Porta et al., 2000), a sinalização de lucros futuros (Benartzi et al., 1997; Brav et al., 2005), o tamanho da empresa (Brawn & Sevic, 2018) e alavancagem das empresas (Cooper & Lambertides, 2018) estariam relacionadas com o pagamento de dividendos.

De acordo com Husain e Sunardi (2020), a política de dividendos não é determinada pelos índices de rentabilidade das empresas, e ela não tem capacidade de aumentar o valor das empresas. No entanto, a reação do mercado pode ser determinante para o aumento de valor da empresa e dos índices de rentabilidade, uma vez que os mercados reagem positivamente ao pagamento de dividendos e negativamente aos anúncios de reduções de dividendos (Gugler, 2003; Uwalomwa et al., 2015). Contudo, em mercado emergentes e em desenvolvimento, oportunidades de investimentos, lucratividade e prêmios de dividendos são fatores determinantes para a política de dividendos (Dewasiri et al., 2019).

2.3 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Os conselhos de administração possuem importante papel na determinação da política de dividendos das empresas, uma vez que a decisão sobre o pagamento de dividendos também passapelos conselhos (Thompson & Manu, 2021). Desta forma, diversas pesquisas buscaram analisar os efeitos das composições dos conselhos de administração na política de dividendos, principalmente analisado a diversidade e a independência dos conselhos (Ye et al., 2019; Chen et al., 2017; Abdelsalam, El-Masry & Elsegini, 2008; Jiraporn & Ning, 2006). No entanto, o pagamento de dividendos está relacionado com a proteção dada aos acionistas, uma vez que a extensão dos mecanismos de governança corporativa impacta na política de dividendos (Ye et al., 2019; Chen et al., 2017).

De acordo com Bae, El Ghoul, Guedhami e Zheng (2021), a estruturação dos conselhos de administração causam impacto na política de distribuição de dividendos, principalmente em períodos pós mudanças nos conselhos. Neste mesmo sentido, Driver, Grosman e Scaramozzino (2020) argumentam que conselhos de administração voltados para o curto prazo incentivam as empresas a pagarem dividendos. Assim, empresas que possuem conselhos fortes e com boa capacidade de monitoramento encorajam os acionistas externos a incentivar que as empresas distribuam dividendos, o que por sinal é mais acentuado quando os conselhos sofrem mudanças estruturais (Thompson & Manu, 2021).

Pesquisas relacionadas analisaram o efeito da composição dos conselhos de administração sobre a política de dividendos em diferentes países e ambientes institucionais, com regras e normatizações diferentes, buscando evidenciar se aspectos como diversidade, tamanho, independência, dualidade do CEO, expertise financeiras e a indicação dos membros pelos controladores, dentre outras características dos conselhos causam impacto na política de dividendos (Ye et al., 2019; Chen et al., 2017; Abdelsalam, El-Masry & Elsegini, 2008; Bae et al., 2021; Thompson & Manu, 2021;).

Estudos como Galbreath (2018) e Post e Byron (2015) mostraram que a diversidade dos conselhos de administração possibilita o desenvolvimento através de inovação e de criatividade, o que melhora o desempenho das empresas, que por conseguinte melhora a tomada de decisão em relação ao pagamento de dividendos (Chen et al., 2017; Ye et al., 2019). A pesquisa de Hutchinson, Mack e Plastow (2015) concluiu que a diversidade de gênero no conselho causa impacto positivo no desempenho da empresa, resultado também encontrado por Chen et al. (2017) e Thompson e Manu (2021), que concluíram que a presença de mulheres nos conselhos de administração está relacionada com o pagamento de dividendos. Consistentes com estes achados, elabora-se a hipótese 1 desta pesquisa.

Hipótese 1: A quantidade de mulheres nos conselhos de administração das empresas brasileiras impacta positivamente o pagamento de dividendos.

Empresas que possuem maiores conselhos de administração estão vinculadas a maiores controles gerenciais e monitoramentos, reduzindo assim os conflitos de agência (Ozkan & Mancinelli, 2006). Pesquisas como Boumosleh e Cline (2015) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) evidenciaram que empresas que possuem grandes conselhos de administração são mais eficientes no acesso de recursos, dado a maior experiência compartilhada entre os membros, fazendo com que os pagamentos de dividendos aumentem. Além disso, conselhos grandes tem a capacidade de minimizar a influência de ideias minoritárias, o que permite que os conselhos não sejam guiados por poucos membros (Tahir et al. 2020)

Várias pesquisas (Olamide & Francis, 2015; Subramaniam & Devi, 2011; Ghasemi, Madrakian & Keivani, 2013; Sanan, 2019; Chen et al., 2020, Thompson & Manu, 2021; Tahir et al., 2021) analisaram a relação entre o tamanho dos conselhos de administração e a política de dividendos em diferentes países e mercados e todos concluíram que quanto maior o conselho de administração maior é o pagamento de dividendos. Estes resultados sugerem que o tamanho do conselho é um dos determinantes do pagamento de dividendos, que nos leva ao desenvolvimento da hipótese 2 desta pesquisa:

Hipótese 2: O tamanho dos conselhos de administração das empresas brasileiras impacta positivamente o pagamento de dividendos.

Conselhos de administrações independentes são aqueles que possuem como membros conselheiros externos à organização e que não têm relações com altos cargos executivos e pouca ou nenhuma relação com a empresa, podendo assim contornar conflitos de maneira independente (Tahir et al., 2020). De acordo com Gyapong et al. (2021), o conselheiro independente é competente para realizar seus trabalhos de maneira imparcial separadamente da administração da empresa, gerenciando acionistas e desenvolvendo suas funções sem vieses ideológicos, políticos ou de gestão, sendo que dessa forma, quanto maior for o número de membros independentes mais forte e coerente os conselhos são considerados (Li & Zhang, 2019).

Pesquisas como Mansourinia et al. (2013) e Batool e Javid (2014) não encontraram relações entre a proporção de membros independentes e a política de pagamentos de dividendos. No entanto, pesquisas mais recentes como Tahir et al. (2020), Gyapong et al. (2021) e Thompson e Manu (2021) encontraram uma relação positiva entre a proporção de membros independentes o pagamento de dividendos de empresas da Malásia, Austrália e EUA, respectivamente. Assim, esperamos que a proporção de membros independentes seja relevante para a política de dividendos no Brasil, e por tal pressuposto elaboramos a terceira hipótese da pesquisa:

Hipótese 3: A proporção de membros independentes dos conselhos de administração das empresas brasileiras impacta positivamente o pagamento de dividendos.

A dualidade de CEO acontece quando o presidente do conselho de administração e o CEO da empresa são a mesma pessoa, havendo assim um compartilhamento de funções (Ntim, Opong & Danbolt, 2015; Tahir et al., 2020). Dentre outras consequências, a dualidade do CEO permite que este possua mais influência quando decide em vetar ou não decisões de outros conselheiros, o que pode ser notado inclusive na política de pagamento de dividendos, haja visto que o poder da dualidade surge tanto internamente quanto externamente à empresa, dado a presença do CEO tanto na gestão da empresa quanto no monitoramento da mesma (Tahir et al., 2020, Gyapong et al., 2021).

Pesquisas anteriores como Jo e Pan (2009) e Benjamin e Biswas (2019) evidenciaram que a dualidade do CEO causa impacto negativo na política de pagamento de dividendos, o que pode ser explicado pelo fato de a dualidade do CEO minimizar a capacidade de monitoramento do conselho, dado uma maior discricionariedade ao CEO (Dalton & Dalton, 2011; Benavides, Berggrun & Perafan, 2016). No entanto, pesquisas como Gill e Obradovich (2012) e Tahir et al. (2020) encontraram relação positiva entre a dualidade do CEO e a política de dividendos. Assim, elaboramos a quarta hipótese desta pesquisa:

Hipótese 4: A dualidade do CEO dos conselhos de administração das empresas brasileiras impacta positivamente o pagamento de dividendos.

A expertise financeira dos conselheiros de administração pode sinalizar que as decisões financeiras das empresas podem ser mais conservadoras e culminar em propostas de não distribuir dividendos face às possibilidades de investimento do excesso de caixa (Sultana & Zahn, 2013; Krishnan & Visvanathan, 2008). A pesquisa de Thompson e Manu (2021) encontrou resultados que mostram que maiores quantidades de membros com expertise financeira reduzem o pagamento de dividendos, o que pode ser explicado pelo fato de estes membros são menos tendenciosos a propor o pagamento de dividendos para reterem o dinheiro para futuros projetos de investimentos com potenciais expectativas de retornos. Diante deste achado, elaboramos a quinta hipótese desta pesquisa:

Hipótese 5: A expertise financeira dos membros dos conselhos de administração das empresas brasileiras impacta negativamente o pagamento de dividendos.

A indicação de conselheiros pelo controlador da empresa pode fazer com que surjam diversos conflitos de agência, dado que estes conselheiros podem atender a interesses próprios daqueles que os indicaram (Ntim et al., 2015; Sultana & Zahn, 2013). Este tipo de conduta pode impactar diretamente na tomada de decisões de cunho financeiro, dado que o monitoramento do conselho pode ser influenciado por escolhas que sejam escusas à empresa (Tahir et al., 2020; Gyapong et al., 2021). Dentre estas decisões, o pagamento de dividendos pode ser influenciado pelo desejo de se reinvestir o capital ao invés de distribuí-lo aos acionistas (Thompson e Manu, 2021). Assim, espera-se que a proporção de membros indicados pelo controlador impacte negativamente a política de dividendos.

Hipótese 6: A proporção dos membros dos conselhos de administração das empresas brasileiras indicados pelo controlador impacta negativamente o pagamento de dividendos.

3 METODOLOGIA

3.1. AMOSTRA E DADOS

A amostra desta pesquisa constitui-se das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período entre 2010 e 2020. A exclusão das empresas financeiras se deu pelo fato destas empresas possuírem regras de mercado específicas e suas inclusões na amostra poderiam causar vieses na pesquisa. O lastro temporal utilizado se baseou no fato das normas IFRS terem se tornado obrigatórias no Brasil a partir de 2010. Todas as informações retiradas das demonstrações financeiras se referem aos valores do fechamento anual. Foram excluídas da amostra empresas que não possuíam todos os dados para o período analisado, bem como aquelas empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo. Os dados foram extraídos dos formulários de referência das empresas disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Econômica e tratados no *software* Stata SE 17.0. A tabela 1 sintetiza a amostra da pesquisa.

Tabela 1

Descrição da amostra

Empresas listadas entre 2010 e 2020	547
Empresas excluídas do setor Financeiro e seguros	122
Empresas excluídas por falta de informações entre 2010 e 2020	191
Total da Final da Amostra	234

3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes desta pesquisa seguem os trabalhos de Tahir et al. (2019), Sanan (2019), Gyapong et al. (2021) e Thompson e Manu (2021) e buscam mensurar a política de dividendos sobre os aspectos da ocorrência da distribuição de dividendos e dos valores que são distribuídos. Desta forma, a variável DIV é uma *dummy* que assume valor 1 caso a empresa tenha distribuído dividendos no período e valor zero caso o contrário. Já a variável DIVID é mensurada pela razão entre o valor dos dividendos distribuídos e o ativo total.

3.2.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes da pesquisa seguem os trabalhos de Tahir et al. (2019), Sanan (2019) e Gyapong et al. (2021) e se referem às características das composições dos conselhos de administração. Mensuramos a diversidade de gênero no conselho pela razão entre o número de mulheres e o total de membros dos conselhos; o tamanho dos conselhos pelo número de membros de cada conselho; a independência do conselho pela razão entre o número de membros independentes e o total de membros dos conselhos; a dualidade do CEO pelo fato do presidente do conselho ser também CEO da empresa; a expertise financeira do conselho pela razão entre o número de membros com formação em contabilidade, economia ou administração de empresas e o total de membros dos conselhos; e a indicação pelo controlador pela razão entre o número de membros indicados pelo controlador da empresa e o total de membros dos conselhos.

3.2.3. Variáveis de controle

Controlamos algumas características das empresas que podem explicar o pagamento de dividendos pelas empresas. Segundo Saeed e Sameer (2017), o tamanho das empresas impacta positivamente o pagamento de dividendos das empresas, e desta forma mensuramos o tamanho das empresas pelo logaritmo do ativo total. Controlamos também o endividamento das empresas, dado que segundo Byoun, Chang e Kim (2016) empresas mais endividadas distribuem menos dividendos, e desta forma mensuramos o endividamento pela razão entre o passivo exigível total e o ativo das empresas. De acordo com Adjaoud e Ben-Amar (2010), empresas que possuem grandes fluxos de caixa livre pagam mais dividendos, dado o excesso de caixa. Assim, mensuramos o fluxo de caixa livre pela razão entre o fluxo de caixa operacional e o ativo das empresas. De acordo com Tamimi e Takhtaei (2014), empresas mais antigas pagam mais dividendos, desta forma controlamos a idade das empresas mensurada pela quantidade de anos desde a constituição das mesmas e o período analisado. Por fim, controlamos o efeito da rentabilidade das empresas, mensurado pela razão entre o lucro operacional e o ativo das empresas, dado que de acordo com Pruitt e Gitman (1991), a

lucratividade da empresa influencia o pagamento de dividendos. A tabela 2 sintetiza as variáveis da pesquisa.

Tabela 2
Descrição das variáveis

VARIÁVEL	FONTE	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS	SINAL ESPERADO
Variáveis dependentes				
DIV	Econômica	Dummy – Valor 1 se a empresa distribuiu dividendos e valor 0 caso o contrário.	Thompson e Manu (2021); Sanan (2019); Galbreath (2018).	Não se aplica
DIVID	Econômica	Valor do dividendo dividido pelo ativo total	Thompson e Manu (2021); Sanan (2019); Galbreath (2018).	Não se aplica
Variáveis independentes				
FEM	CVM	Proporção de membros do gênero feminino	Tahir et al. (2020); Chen et al. (2020).	+
TAM	CVM	Número de membros dos conselhos	Gyapong et al. (2021); Chen et al. (2020).	+
IND	CVM	Proporção de membros independentes	Gyapong et al. (2021); Tahir et al. (2020); Sanan (2019).	+
DUAL	CVM	Dummy – Valor 1 se o presidente do conselho e o presidente da empresa forem a mesma pessoa e valor 0 caso o contrário	Gyapong et al. (2021); Tahir et al. (2020);	+
EXP	CVM	Proporção de membros com expertise financeira	Thompson e Manu (2021)	-
IND_CTRL	CVM	Proporção de membros indicados pelos controladores	Tahir et al. (2020); Sanan (2019)	-
Variáveis de controle				
ROA	Econômica	Razão entre o lucro operacional e o ativo	Gyapong et al. (2021); Tahir et al. (2020); Chen et al. (2020).	+
ID	Econômica	Número de anos da empresa desde sua constituição	Sanan (2019); Takhtaei (2014).	+
TAMA	Econômica	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Saeed e Sameer (2017); Chen et al. (2020).	+
FCL	Econômica	Razão entre o fluxo de caixa operacional e ativo	Sanan (2019); Adjaoud e Ben-Amar (2010)	+
END	Econômica	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Thompson e Manu (2021); Byoun et al. (2016).	-

3.3. MODELOS ECONOMETRÍCOS

Os resultados desta pesquisa são obtidos a partir da operacionalização dos modelos abaixo no *software* Stata. Como a pesquisa utiliza duas variáveis dependentes de pagamento de dividendos, são utilizados dois modelos distintos.

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEM_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 EXP_{it} + \beta_6 IND_CTRL_{it} + \sum_{k=5}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (\text{modelo 1})$$

$$DIVID_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEM_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 EXP_{it} + \beta_6 IND_CTRL_{it} + \sum_{k=5}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (\text{modelo 2})$$

Os coeficientes β_1 a β_6 dos modelos capturam a relação entre a política de dividendos e as características dos conselhos de administração e o coeficiente β_k representa as variáveis de controle dos modelos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Inicialmente apresentamos a estatística descritiva das variáveis quantitativas da pesquisa. A estatística descritiva tem como objetivo demonstrar de maneira detalhada como as variáveis se apresentam em torno delas mesmas, e dessa forma facilitar a compreensão dos dados de maneira geral. Apresentamos na tabela 3 a média, o desvio padrão, os percentis 25, 50 e 75, o valor mínimo e o valor máximo das variáveis.

Tabela 3
Estatística descritiva

VARIÁVEIS	OBS	MÉDIA	DP	P25	P50	P75	MIN	MAX
DIVID	2.367	10,820	2,3097	9,685	11,099	12,289	0	16,74
IND	2.367	0,16731	0,2205	0	0	0,29	0	1
FEM	2.367	0,10845	0,1804	0	0	0,17	0	0,33
TAM	2.367	7,59146	4,4758	5	7	9	3	23
EXP	2.367	0,36383	0,2565	0,2	0,33	0,55	0	0,8
IND_CTRL	2.367	0,7381	0,3472	0,67	0,88	1	0	1
ROA	2.367	-71,901	1323,5	-2,80	2,7	6,9	-39563,5	318,5
TAMA	2.367	14,0940	2,8227	13,37	14,624	15,671	-0,40496	19,98
FCL	2.367	-0,1959	2,9446	-0,03	0,0115	0,06175	-120,772	4,6977
END	2.367	9,38869	164,86	0,441	0,6127	0,7706	0	3995,6
ID	2.367	17,8	13,5	2	12	78	2	121

Nota I: **DIVID** (Dividendos pagos) – razão entre o valor dos dividendos pagos e ativo; **IND** (Independência do conselho) – proporção de membros independentes; **FEM** (presença de mulheres nos conselhos) – proporção de membros do gênero feminino; **TAM** (Tamanho do conselho) – número de membros dos conselhos; **EXP** (Expertise financeira) – proporção de membros com formação em Contabilidade, Administração de empresas ou Economia; **IND_CTRL** (Indicação dos controladores) – proporção de membros indicados pelos controladores; **ROA** (Retorno sobre os ativos) – razão entre o lucro operacional e o ativo; **TAMA** (Tamanho das empresas) – Logaritmo do ativo; **FCL** (Fluxo de caixa livre) – razão entre o fluxo de caixa operacional e o ativo; **END** (Endividamento) – razão entre o passível exigível e o ativo; **ID** (idade das empresas) – número de anos da empresa desde a constituição das mesmas.

Dentre os valores apresentados na tabela 3 destacam-se o valor mínimo da variável **DIVID** igual a 0, o que demonstra que algumas empresas não distribuíram valores em

dividendos em determinado período. Os valores mínimos iguais a zero para as variáveis IND, FEM, EXP e IND_CTRL mostram que existem conselhos de administração que não possuem conselheiros independentes, do gênero feminino, com expertise financeira e nem indicados pelos controladores. O valor 0 do percentil 50 para as variáveis IND e FEM indica que as empresas da amostra possuem menos que 50% dos conselhos formados por membros não independentes e do sexo masculino. As variáveis de controle que representam características das empresas mostraram valores dentro do esperado com base em pesquisas anteriores que utilizaram a mesma amostra. Quanto as variáveis binárias, a tabela abaixo apresenta a distribuição de frequência para as variáveis DIV e DUAL.

Tabela 4
Distribuição de frequência das variáveis *dummies*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DIV	67,2%	63,7%	61,2%	61,2%	62,8%	60,2%	58,6%	54,5%	55,3%	57,5%	54,6%
DUAL	17,8%	19,8%	18,9%	20,1%	22,9%	21,4%	22,0%	21,5%	19,4%	18,7%	19,3%
EMPRESAS	191	207	217	217	218	219	220	220	217	219	227

Nota I: **DIV** (Dividendos) variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa pagou dividendos no ano e 0 caso contrário; **DUAL** (Dualidade do CEO) – variável *dummy* que assume valor 1 caso o presidente do conselho e o CEO das empresas forem a mesma pessoa e 0 caso contrário.

De acordo com os dados acima da variável DIV, o percentual de empresas que distribuíram dividendos no período analisado está entre 54,6% e 67,2%, apresentando, no entanto, diminuição progressiva ao longo dos anos. Mesmo sendo obrigatória a distribuição de dividendos no Brasil, as empresas podem estarem se valendo da exceção que permite que não sejam distribuídos dividendos caso o conselho de administração entender que é mais benéfico para as empresas o reinvestimento dos fundos. Quanto a dualidade do CEO, os valores mostram que as empresas que praticam o compartilhamento do CEO com o presidente do conselho de administração variam entre 17,8% e 22,9%, no período analisado, demonstrando assim que tal prática se mantém estável entre os anos de 2010 e 2020.

4.2. ANÁLISE DAS REGRESSÕES

As regressões desta pesquisa utilizam duas variáveis dependentes para mensuração da política de dividendos da amostra com dados em painel, sendo uma quantitativa (DIVID) e outra binária (DIV). A variável DIVID possui uma quantidade significativa de valores iguais a zero. Neste caso, segundo Barclay, Smith e Watts (1995), os modelos *pooled*, efeitos aleatórios e efeitos fixos não são os mais apropriados para a estimação, dado que a variável dependente se encontra censurada. Nestes casos, o método mais adequado para estimação é método Tobit. A vantagem em utilizar-se o tobit, em detrimento de outros métodos, reside no fato deste método possibilitar parâmetros mais consistentes quando as variáveis são limitadas ou somente positivas com uma quantidade significativa de valores iguais a zero (Gujarati & Porter, 2010).

Segundo Barros et al. (2010), variáveis que representem posições financeiras das empresas, como a rentabilidade e o endividamento, são difíceis de controlar a endogeneidade presente nas mesmas dado a causalidade reversa que elas possuem e nestes casos seria adequado utilizar o Método dos momentos generalizados (GMM), que ainda que as variáveis possuam endogeneidade consegue estimar coeficientes robustos. Já para o modelo I foi utilizado o modelo Logit que é o mais indicado para mensuração de modelos que possuem variáveis dependentes binárias (Gujarati & Porter, 2010).

Tabela 5
Resultados das regressões

Variáveis	Variável dependente - DIV		Variável dependente – DIVID			
	Modelo I - Logit		Modelo II Tobit		Modelo II – GMM	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
IND	0,7631426	0,007***	-0,0016583	0,743	-0,006149	0,236
FEM	-0,6998572	0,086*	-0,0104253	0,001**	-0,0211283	0,000***
TAM	0,0909123	0,000***	0,0015842	0,000***	0,0020207	0,000***
EXP	-0,1077377	0,629	0,0047699	0,259	-0,0033591	0,400
DUAL	0,470833	0,000***	0,0013683	0,005***	0,007381	0,001***
IND_CTRL	0,1102928	0,530	0,0063626	0,217	0,0039819	1,187
ROA	0,0662415	0,000***	0,0000602	0,000***	0,0001192	0,000***
TAMA	0,3682785	0,000***	0,0037045	0,000***	0,0033497	0,000***
ID	0,093423	0,004***	0,0245874	0,000***	0,0001415	0,000***
FCL	1.39e-07	0,010**	3.33e-09	0,000***	7.95e-09	0,000***
END	-2,97208	0,000***	-0,0003799	0,033**	-0,0012777	0,022**
CONSTANTE	-4,029059	0,000***	0,0591878	0,000***	0,057414	0,000***
OBSERVAÇÕES	2.367		2.367		2.367	

Nota 1: Modelo 1 – Pseudo R² = 0,3367 e Prob chi² = 0,0000 / Modelo 2 (tobit) – wald chi² = 78,84; Prob chi² = 0,0000 / Modelo 2 (GMM) – R² = 0.2678; Prob > F = 0,0000

Nota 2: ***, ** e * representam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

O modelo I busca analisar se a composição do conselho de administração tem impacto no fato das empresas distribuírem ou não dividendos. A variável IND apresentou coeficiente 0,7631426 a 1% de significância. Este resultado sugere que o fato da empresa possuir conselheiros independentes impacta na decisão positiva das empresas distribuírem dividendos. Este resultado corrobora os achados anteriores de Gyapong et al. (2021) e Tahir et al. (2020) e Thompson e Manu (2021). A variável FEM apresentou coeficiente -0,6998572 a 5% de significância estatística. Este resultado demonstra que a presença de mulheres nos conselhos de administração diminui a probabilidade de as empresas distribuírem dividendos, contrariando assim os resultados das pesquisas de Thompson e Manu (2021) e Chen et al. (2017), mas de acordo com os resultados de Tahir et al. (2020).

A variável TAM apresentou coeficiente 0,0909123 a 1% de significância estatística, resultado este que sugere que os tamanhos dos conselhos de administração causam impacto na decisão positiva da empresa em distribuir dividendos. Estes resultados estão de acordo com as pesquisas de Mansourinia et al. (2013), Olamide e Francis (2015), Subramaniam et al. (2011), Uwalomwa et al. (2015), Ghasemi et al. (2013), Sanan (2019), Thompson e Manu (2021), Tahir et al. (2020), que demonstraram que quanto maior o conselho, maior a probabilidade da empresa distribuir dividendos. A variável DUAL apresentou coeficiente 0,470833 a 1% de significância estatística, demonstrando que o fato da empresa possuir CEO e presidente do conselho como o mesmo individuo aumenta a probabilidade de a empresa distribuir dividendos, corroborando assim as pesquisas de Gill e Obradovich (2012) e Tahir et al. (2020), mas contrariando os achados de Jo e Pan (2009) e Benjamin e Biswas (2019) que evidenciaram haver relação negativa na relação.

As variáveis EXP e IND_CTRL apresentaram coeficientes -0,1077377 e 0,1102928 respectivamente, e em ambos os casos não houve significância estatística menor que 10%. Dessa forma, estes resultados mostraram que nem a expertise financeira dos membros dos conselhos nem a indicação pelos controladores são capazes de explicar a decisão da empresa

em distribuir ou não dividendos. Estes resultados são diferentes de pesquisas como Thompson e Manu (2021) que encontraram relação negativa significativa para explicar esta relação, e diferentes também de pressupostos apontados que demonstraram que a expertise financeira pode influenciar em decisões financeiras relativas ao reinvestimento de fundos (Ntim et al., 2015; Sultana & Zahn, 2013).

O modelo que analisa os valores dos dividendos pagos teve a variável FEM com coeficientes -0,0104253 e -0,0211283 a 1% de significância estatística, o que demonstra que ao passo que a proporção de mulheres nos conselhos aumenta os valores de dividendos pagos diminui. Estes resultados são diferentes dos achados de Thompson e Manu (2021) e Chen et al. (2017), no entanto corroboram os achados de Tahir et al. (2020). A variável TAM apresentou coeficientes 0,0015842 e 0,0020207 a 1% de significância estatística, evidenciando assim que os valores de dividendos pagos aumentam ao passo que o tamanho dos conselhos também aumenta. Estes resultados são consistentes com os achados de Mansourinia et al. (2013), Olamide e Francis (2015), Subramaniam et al. (2011), Uwalomwa et al. (2015), Ghasemi et al. (2013), Sanan (2019), Thompson e Manu (2021), Tahir et al. (2020) que mostraram uma relação positiva e significativa entre o tamanho dos conselhos e o valor dos dividendos pagos.

A variável DUAL apresentou coeficientes 0,0013683 e 0,007381 a 1% de significância estatística, demonstrando que o compartilhamento do CEO da empresa com o conselho de administração aumenta o valor dos dividendos pagos. Estes resultados são consistentes com as pesquisas de Gill e Obradovich (2012) e Tahir et al. (2020) que demonstraram que a dualidade do CEO melhora o monitoramento, tendo consequências diretas em decisões financeiras, inclusive na política de dividendos. No entanto, as variáveis IND, EXP e IND_CTRL apresentaram coeficientes -0,0016583 e -0,006149, 0,0047699 e -0,0033591, 0,0063626 e 0,0039819, respectivamente, mas em todos os casos não houve significância estatística, demonstrando assim que a independência e a expertise financeira do conselho, bem como a indicação de membros pelos controladores não são capazes de explicar a política de dividendos das empresas. Estes resultados vão de encontro a achados anteriores como Gyapong et al. (2021), Tahir et al. (2020) e Thompson e Manu (2021) que encontraram relações significativas para explicar a relação entre estes atributos e o pagamento de dividendos.

Dessa forma, a hipótese 1 é rejeitada, pois o impacto do gênero é negativo, as hipóteses 5 e 6 são não confirmadas por falta de significância estatística, as hipóteses 2 e 4 são totalmente aceitas e a hipótese 3 é parcialmente aceita uma vez que a independência do conselho impacta apenas na declaração de dividendos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi analisar o impacto da composição dos conselhos de administração na política de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foram utilizadas características como o tamanho, a independência, a diversidade de gênero, a dualidade do CEO, a indicação pelos controladores e a expertise financeiras dos conselheiros de administração para explicar a declaração e o montante de dividendos pagos aos acionistas. Pesquisas semelhantes a esta foram realizadas recentemente em economias desenvolvidas como os EUA e economias emergentes e em desenvolvimento com a Malásia, a Índia, o Egito e a Austrália, e os resultados se mostraram diferentes em todos os casos, mostrando que fatores intrínsecos a cada país podem ser relevantes ao realizar a análise.

No caso do Brasil os resultados mostraram que o tamanho, a independência, o gênero e a dualidade do CEO são relevantes para explicar a declaração de dividendos. Com efeito, a legislação brasileira tem como regra a distribuição obrigatória de dividendos, mas tem como exceção a opção de não distribuir dividendos caso a empresa decida que o reinvestimento dos fundos seja mais interessante para ela. Neste ponto, a atuação do conselho de administração se torna preponderante pois este pode intervir em tal decisão com a intenção de proteger os acionistas de interesses diversos daqueles que controlam a empresa, e neste ponto a pesquisa demonstra que a composição do conselho pode intervir na decisão em distribuir ou não dividendos.

Quanto ao volume de dividendos distribuídos a pesquisa demonstrou que o gênero, o tamanho e a dualidade do CEO são características determinantes neste ponto. As evidências apontaram que o aumento da proporção de membros do gênero feminino diminui o montante de dividendos pagos. A explicação para este ponto pode estar relacionada com a atuação discreta das mulheres nos conselhos de administração ou ainda relacionada com o número reduzido de mulheres compondo os conselhos de administração, o que pode ter deixado viés no resultado. Quanto ao tamanho do conselho, o resultado foi o esperado dado que pesquisas anteriores já haviam encontrado este resultado, o que demonstra que conselhos com pluralidade de conhecimentos e opiniões levam a empresa a distribuir maiores volumes de dividendos. Já a dualidade do CEO se mostrou relevante para explicar a distribuição de dividendos pois se esperava que o monitoramento exercido mais de perto por um membro que faz parte da gestão e do conselho aumentasse os níveis de dividendos.

No geral, os resultados demonstraram que o conselho de administração como ferramenta de governança corporativa pode ter atuação diferente dependendo de sua composição. Assim, a pesquisa torna-se relevante ao mostrar que os conselhos de administração podem servir de proteção para acionista minoritários, principalmente pelo fato da alta concentração acionária existente no Brasil, mas também deve ser levado em conta por todos os investidores em geral, dado que os dividendos fazem parte da remuneração esperada por eles.

A pesquisa teve como limitação o baixo número de informações sobre as empresas e limitação temporal, dado que informações presentes nos formulários de referências só estão disponíveis a partir do ano de 2010. Sugere-se que pesquisas futuras analisem outras características dos conselhos de administração como a idade dos membros e a formação de redes sociais corporativas, por exemplo, bem como a utilização de controles para observa-se se a distribuição de dividendos não aconteceu pelo fato da empresa não possuir fundos ou por opção de reinvestimento.

REFERÊNCIAS

- Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50. *Managerial finance*. <https://doi.org/10.1108/03074350810915879>
- Acero, I., & Alcalde, N. (2021). Institutional context as a moderator of the relationship between board structure and acquirer returns. *Research in International Business and Finance*, 57, 101420. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101420>

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
- Bae, K. H., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Board reforms and dividend policy: International evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), 1296-1320. <https://doi.org/10.1017/S0022109020000319>
- Baglioni, A., & Colombo, L. (2013). The efficiency view of corporate boards: theory and evidence. *Applied Economics*, 45(4), 497-510. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.605764>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of finance*, 59(3), 1125-1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Barclay, M. J., Smith, C. W., & Watts, R. L. (1995). The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of applied corporate finance*, 7(4), 4-19.
- Barros, L. A. B. D. C., Castro, F. H., Di Miceli da Silveira, A., & Bergmann, D. R. (2010). Endogeneity in corporate finance empirical research (in portuguese). Available at SSRN 1593187. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1593187>
- Batool, Z., & Javid, A. Y. (2014). *Dividend policy and role of corporate governance in manufacturing sector of Pakistan* (Vol. 109). Pakistan Institute of Development Economics.
- Ben-Amar, W., & Zeghal, D. (2011). Board of directors' independence and executive compensation disclosure transparency: Canadian evidence. *Journal of Applied Accounting Research*. <https://doi.org/10.1108/09675421111130603>
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02723.x>
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197-210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Benjamin, S. J., & Biswas, P. (2019). Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality. *Accounting Research Journal*. <https://doi.org/10.1108/ARJ-02-2018-0035>
- Boumosleh, A., & Cline, B. N. (2015). Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 47(3), 381-410. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0174-2>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>

- Brawn, D. A., & Šević, A. (2018). Firm size matters: Industry sector, firm age and volatility do too in determining which publicly-listed US firms pay a dividend. *International Review of Financial Analysis*, 58, 132-152. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.05.002>
- 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>
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86-105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>
- Cho, D. S., & Kim, J. (2007). Outside directors, ownership structure and firm profitability in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 239-250. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00557.x>
- Colombo, J. A., & Caldeira, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 50, 402-423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.007>
- Cooper, I. A., & Lambertides, N. (2018). Large dividend increases and leverage. *Journal of Corporate Finance*, 48, 17-33. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.011>
- Dahlquist, M., Robertsson, G., & Rydqvist, K. (2014). Direct evidence of dividend tax clienteles. *Journal of Empirical Finance*, 28, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2014.05.003>
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella Jr, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of management review*, 28(3), 371-382. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196703>
- Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2011). Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. <https://doi.org/10.1177/0149206310373399>
- Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., Azeez, A. A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Drakos, A. A., & Bekiris, F. V. (2010). Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange. *Research in International Business and Finance*, 24(1), 24-38. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2009.01.002>
- Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, 89, 559-576. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.016>

- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299-316. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>
- Galbreath, J. (2018). Do boards of directors influence corporate sustainable development? An attention-based analysis. *Business Strategy and the Environment*, 27(6), 742-756. <https://doi.org/10.1002/bse.2028>
- Ghasemi, R. S., Madrakian, H., & Keivani, F. S. (2013). The Relationship between the corporate governance and the stock institutional ownership with the dividend-A case study of Tehran. *Journal of Business and Management*, 15(2), 65-69.
- 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.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297-1321. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
- Gujarati, D., & Porter, D. (2010). *Econometría*, Mexico DF: McGRAW-HILL.
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2010). Dividend stickiness and strategic pooling. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4455-4495. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq096>
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38(2), 603-643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management studies*, 37(2), 235-256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Husain, T., & Sunardi, N. (2020). Firm's Value Prediction Based on Profitability Ratios and Dividend Policy. *Finance & Economics Review*, 2(2), 13-26. 10.38157/FINANCE-ECONOMICS-REVIEW.V2I2.102

- Hutchinson, M., Mack, J., & Plastow, K. (2015). Who selects the 'right' directors? An examination of the association between board selection, gender diversity and outcomes. *Accounting & Finance*, 55(4), 1071-1103. <https://doi.org/10.1111/acfi.12082>
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00061-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1)
- Jiraporn, P., & Ning, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Shareholder Rights, and Corporate Governance (September 18, 2006)*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.931290>
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate governance: an international review*, 11(3), 189-205. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00318>
- Krishnan, G. V., & Visvanathan, G. (2008). Was Arthur Andersen different? Further evidence on earnings management by clients of Arthur Andersen. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5(1), 36-47. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jdg.2050072>
- Kulathunga, K. M. K. N. S., & Azeez, A. A. (2016, May). The impact of ownership structure on dividend policy: Evidence from listed companies in Sri Lanka. In *International Conference on Qualitative and Quantitative Economics Research (QQE). Proceedings* (p. 80). Global Science and Technology Forum.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320. <https://doi.org/10.1111/eufm.12214>
- Lie, E. (2000). Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements. *The Review of Financial Studies*, 13(1), 219-248. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.1.219>
- Malik, F., Gul, S., Khan, M. T., Rehman, S. U., & Khan, M. (2013). Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(1), 35-46.

- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12(03), 265-282.
<https://doi.org/10.1080/13518470500249365>
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The effect of board size, board independence and CEO duality on dividend policy of companies: Evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 237-241.
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, 29(2), 194-220.
<https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of management Journal*, 58(5), 1546-1571.
<https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financial review*, 26(3), 409-430.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1991.tb00388.x>
- Redor, E. (2016). Board attributes and shareholder wealth in mergers and acquisitions: a survey of the literature. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 789-821.
<https://doi.org/10.1007/s10997-015-9328-y>
- Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.04.005>
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
<https://doi.org/10.1108/CG-12-2018-0383>
- Subramaniam, R., & Devi, S. S. (2011). Corporate governance and dividend policy in Malaysia. In *International Conference on Business and Economics Research* (Vol. 1, No. 2, pp. 200-207).
- Sultana, N., & Mitchell Van der Zahn, J. L. (2015). Earnings conservatism and audit committee financial expertise. *Accounting & Finance*, 55(1), 279-310.
<https://doi.org/10.1111/acfi.12042>
- Sun, X., & Zhang, T. (2021). Board gender diversity and corporate labor investment efficiency. *Review of Financial Economics*, 39(3), 290-313.
<https://doi.org/10.1002/rfe.1112>
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>

- Tamimi, M., & Takhtaei, N. (2014). Relationship between firm age and financial leverage with dividend policy. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(2), 53.
- Thompson, E. K., & Manu, S. A. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>
- Trabelsi, D., Aziz, S., & Lilti, J. J. (2019). A behavioral perspective on corporate dividend policy: evidence from France. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2018-0077>
- 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>
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>.