



Determinantes da Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Brasil, Bolsa, Balcão (IDIV)

Ana Clara Ventura Paiva
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
anaclaravp@gmail.com

Joice Garcia de Oliveira
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
joicegarciaacco@gmail.com

Wagner Moura Lamounier
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
wagner@face.ufmg.br

Resumo: O gestor de uma empresa tem diversas decisões financeiras a tomar em busca da maximização dos resultados e do valor para os acionistas. Entre essas decisões, encontra-se a política de dividendos, tendo impacto direto na administração de financiamento e investimento. Muitos estudos têm buscado identificar os determinantes da política de dividendos, sendo, portanto, este um tema bastante discutido na teoria de finanças. No entanto, esta é uma questão que ainda não apresenta uma resposta uniforme. No intuito de contribuir com essa discussão, a presente pesquisa tem como objetivo identificar os determinantes da política de dividendos das empresas que integram um índice da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que abrange as empresas que mais distribuem dividendos, conhecido como índice de dividendos (IDIV). Para isso, a metodologia empregada foi a regressão múltipla com dados em painel. A amostra do estudo abrangeu as empresas que compuseram a carteira do IDIV de setembro-dezembro de 2017 e o período de análise foi de 2008 a 2016. Os resultados confirmaram algumas previsões das teorias relacionadas com a política de dividendos de empresas, como a Hierarquia das Fontes, Teoria da Sinalização e *Trade-off Theory*. Eles apontaram que a rentabilidade do ativo e o tamanho da empresa têm efeito significativo positivo no pagamento de dividendos. Além disso, estrutura financeira, *payout* histórico, setor de atuação e idade da empresa apresentaram relação negativa com a política de *payout*. Ao contrário do que a literatura indica, o preço da ação não se figurou com efeito significativo, sugerindo que o valor de mercado da empresa não está relacionado aos seus dividendos, contrapondo a previsão da teoria da Relevância.

Palavras-chave: Política de dividendos; Determinantes; Índice Dividendos.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais



1 Introdução

O gestor de uma empresa tem diversas decisões financeiras a tomar em busca da maximização dos resultados e do valor para os acionistas. Entre essas decisões, encontra-se a política de dividendos, tendo impacto direto na administração de financiamento e investimento. A política de dividendos aborda decisões sobre quanto pagar aos acionistas, quanto do lucro gerado ficará retido na empresa e os motivos para se fazer tal retenção (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2015).

A discussão sobre esse tema teve como destaque inicial os trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1959), que defendem a relevância dos dividendos. Esses estudos acreditam na existência de uma relação entre o montante de dividendos pagos e o valor das ações da empresa, ideia essa sustentada pela Teoria do Pássaro na Mão, que admite que os investidores preferem receber dividendos do que um ganho de capital ainda incerto. Dessa forma, as ações que distribuem dividendos tendem a ser consideradas de maior valor para os investidores (Loss & Sarlo Neto, 2006).

Alguns anos mais tarde, a teoria da relevância dos dividendos foi contestada por Miller e Modigliani (1961), que afirmam que o valor de mercado da empresa é independente da política de dividendos adotada por ela, visto que a perda de sua distribuição poderia ser compensada com a entrada de novos acionistas, havendo, então, transferência ao invés da criação de valor (Brealey, Myers & Allen, 2008). Entretanto, a teoria da irrelevância dos dividendos admite que o mercado é perfeito e eficiente, o que resultou em críticas assíduas a esse pressuposto e, conseqüentemente, na criação de novas teorias visando provar que na prática os mercados não são perfeitos, tendo problemas de agência e assimetria de informação.

Nesse sentido, novas teorias foram propostas abrangendo os problemas de agência e assimetria de informação, como a Teoria da Agência, *Pecking Order Theory*, *Trade-off Theory* e Teoria da Sinalização, cada qual com sua própria explicação para a escolha da política de dividendos. Além dessas, há também a Teoria da Preferência Tributária, mas que não é aplicada no mercado brasileiro em razão da não tributação de dividendos no país.

Muitos são os trabalhos que propõem desvendar aspectos sobre a política de dividendos. No mercado português, Ribeiro (2010) e Almeida, Pereira e Tavares (2015) investigam os dividendos distribuídos pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de Lisboa (EuronextLisbon). No cenário brasileiro, onde existem particularidades sobre o tema, também há diversos estudos (Freire, Zatta, Dalmácio, Louzada & Nossa, 2005; Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcelos & De Luca, 2012; Martins & Famá, 2012; Iquiapaza et al., 2015).

Concernente à política de dividendos no Brasil, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3) negocia um índice que abrange as empresas que mais distribuem dividendos, conhecido como Índice de Dividendos (IDIV). Segundo a B3 (2017), o objetivo do IDIV é “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio”.

Nesse contexto, este trabalho busca responder a seguinte questão de pesquisa: quais são os determinantes da política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos (IDIV) da B3? Assim, o objetivo do artigo é identificar os determinantes da política de dividendos das empresas participantes do Índice IDIV da B3.



Apesar dos inúmeros estudos teóricos e empíricos nesta área, o estudo justifica-se por ainda não existir uma posição uniforme sobre a escolha dos determinantes da política de dividendos, continuando em aberto para novas investigações. Além disso, a análise de empresas que já estão entre aquelas que mais distribuem dividendos aprofunda a discussão e colabora com possíveis conclusões mais robustas.

2 Referencial Teórico

2.1 Discussões sobre a Política de Dividendos

A política de distribuição de resultados da empresa diz respeito à decisão sobre a proporção de dividendos que serão pagos aos acionistas e de lucros que serão retidos na empresa (Ribeiro, 2010). É a maneira pela qual uma parte dos lucros gerados pela empresa é repassada aos acionistas ao longo do tempo (Iquiapazaet *al.*, 2015).

Para Gordon (1959), dividendos são a forma de pagamento fragmentada que os investidores esperam receber, sendo o lucro a causa mais provável para a sua distribuição. Lintner (1956) afirma que a distribuição de dividendos depende de dois grandes fatores: o resultado líquido no exercício da distribuição e os dividendos distribuídos pela empresa relativamente ao exercício econômico anterior.

No entanto, apesar do dividendo ser calculado sobre o montante do resultado, é o saldo de caixa que define a medida que, de fato, será distribuída. A distribuição do resultado vai além de uma política pré-definida, dando margem de ação para os gestores, o que gera interpretações e proposições teóricas distintas (Iquiapazaet *al.*, 2015).

A controvérsia da política de dividendos é uma discussão antiga. Os dividendos foram relacionados ao valor da empresa pela primeira vez em 1938, por John Burr Williams, mas o tema tomou relevância nas pesquisas nas décadas de 1950 e 1960, quando trabalhos teóricos e empíricos foram realizados. Os clássicos estudos de Lintner (1956) e Gordon (1959) defendem a existência de uma relação entre o montante de dividendos pagos e o valor das ações da empresa, denominada Teoria da Relevância dos Dividendos. Os investidores são considerados como racionais e geralmente avessos ao risco, valorizando um maior retorno em detrimento de incerteza e risco. O dividendo oferece menor risco comparado ao ganho de capital, por este ser associado a uma data futura e incerta. Assim, aqueles são considerados “dinheiro na mão”, enquanto as mais-valias possuem caráter potencial e por isso, essa argumentação ficou conhecida no mundo das finanças empresariais como Teoria do Pássaro na Mão (Martins & Famá, 2012; Almeida *et al.*, 2015).

Contradizendo a visão da relevância da política de dividendos, Miller e Modigliani (1961) afirmaram que, em um mercado perfeito e eficiente, há independência entre a política de investimentos e a política de pagamento de dividendos. O valor da empresa depende do lucro produzido pelos seus ativos e não de sua distribuição, isto é, ele é determinado pela capacidade de geração de valor e pelo risco do negócio (Martins & Famá, 2012). Assim, eles consideram que não existe uma política de dividendos que seja melhor do que qualquer outra para a empresa. Esse outro ponto de vista ficou conhecido como a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979) são os principais autores de uma terceira teoria, chamada Preferência Tributária, que define que o investidor preferirá uma política de dividendos com a menor distribuição possível, em um mercado no qual a tributação sobre os dividendos baseia-se em uma alíquota maior do que a dos ganhos de



capital. Portanto, ela defende a menor distribuição de dividendos e considera que o pagamento de dividendos tem relação negativa com o preço das ações.

Outras discussões foram desenvolvidas e aprimoradas no campo da teoria de finanças, as quais também envolvem a política de dividendos. Dentre elas estão a Teoria da Agência, *PeckingOrderTheory* ou Hierarquia das Fontes, Teoria do *Trade-off* e Teoria da Sinalização.

2.1.1 Teoria da Agência

Esta teoria foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) e demonstrou a existência de custos de agência oriundos dos conflitos entre acionistas e executivos, bem como entre acionistas e credores. Tais conflitos decorrem de um cenário onde há separação entre propriedade e controle e cada personagem objetiva maximizar as suas próprias utilidades. As divergências entre acionistas e administradores tendem a ser eliminadas, mas as medidas de eliminação geram custos, que são denominados custos de agência.

Os dividendos são considerados nessa teoria, como uma forma de reduzir os custos de agência, pois com o seu pagamento, há uma diminuição dos recursos à disposição dos gestores, e assim, com a redução de fundos discricionários, há um melhor alinhamento do interesse dos gerentes com o dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Os dividendos também são tidos como instrumento de suavização de conflitos entre acionistas e credores. Visto que os acionistas podem querer pagar a si mesmos altos níveis de dividendos, deixando de pagar as dívidas com os credores, pode-se definir instrumentos que limitem esses níveis de distribuição, inibindo a transferência de riqueza dos credores a acionistas (Fama & Jensen, 1983a). Empresas que possuam mais dívidas provavelmente terão menos discricionariedade para alterar os dividendos (Iquiapaza et al., 2015). O pagamento de dividendos tem, então, impacto positivo no valor de mercado das empresas, na medida em que diminui a faixa de recursos manipulados pelos gestores da empresa (Silva, Santos, & Almeida, 2011; Almeida et al., 2015).

2.1.2 Hierarquia das Fontes (*PeckingOrder*), Teoria do *Trade-off* e Teoria da Sinalização

Myers e Majluf (1984), reformuladores da teoria da Hierarquia das Fontes, sugeriram que as empresas preferem usar lucros retidos ao invés de contrair dívidas. Quando o lucro não for suficiente perante a necessidade de investimentos, a empresa prefere emitir títulos de dívidas a emitir ações. Isso porque os autores basearam-se no pressuposto de que o custo de financiamento aumenta com a informação assimétrica, situação em que os gestores têm acesso privilegiado às informações sobre o futuro da empresa em comparação ao mercado, e defenderam que é mais barato recorrer à dívida do que emitir novos títulos (Martins & Famá, 2012). Portanto, as fontes de financiamento seguem uma ordem ou hierarquia, sendo a primeira a ser utilizada o financiamento interno, na sequência o endividamento e por último o capital próprio (Fama & French, 2002; Myers & Majluf, 1984; Almeida et al., 2015).

Esta teoria não explica a distribuição de dividendos, mas mostra que essa remuneração aos acionistas é preterida em função da retenção dos lucros para financiar investimentos. Portanto, a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento (Martins & Famá, 2012; Almeida et al., 2015). Conclui-se que empresas mais rentáveis são menos endividadas, pois utilizam parte dos lucros retidos nos seus projetos e, mantida a lucratividade constante, empresas com maiores investimentos são mais endividadas (Martins & Famá, 2012).



A teoria do *Trade-off* estática considera que as firmas que pagam mais dividendos devem ser as mais lucrativas e de menores oportunidades de investimento. Isso porque as firmas que investem mais já têm uma destinação para os seus resultados. As empresas menos alavancadas também pagam mais dividendos. O motivo de tais considerações é de que há intenção em diminuir o fluxo de caixa livre sob responsabilidade dos gestores, restringindo assim, possibilidades de gastos não-produtivos (Brito & Silva, 2005).

Além disso, a teoria argumenta que empresas que apresentam maior volatilidade em seus lucros deverão destinar menos recursos para dividendos devido à incerteza associada a lucros futuros (Brito & Silva, 2005).

Por fim, a Teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1973), baseia-se na operação dos mercados com informação assimétrica e sugere que, dado esse descompasso de informações entre administradores e acionistas, os gestores podem utilizar os dividendos para sinalizar suas projeções futuras de lucro. Em outras palavras, os administradores usam os dividendos de forma intencional a fim de levar os investidores a estabelecerem suas expectativas sobre o desempenho futuro da empresa (Martins & Famá, 2012; Iquiapaza et al., 2015). Assim, os dividendos têm o potencial de fornecer informação ao mercado que não são transmitidas pelos meios normais. (Ferreira Júnior, Nakamura, Martin, & Bastos, 2010)

Os estudos baseados nessa hipótese pesquisam o impacto da distribuição de lucro no valor das ações, analisando se um aumento na distribuição é positivo para o valor das ações, e, da mesma forma, se uma diminuição tem efeito negativo (Martins & Famá, 2012).

2.2 Estudos Anteriores

Com base nas teorias expostas acima, existem diversos estudos empíricos nacionais e internacionais desenvolvidos no intuito de avaliar quais são os fatores que determinam as políticas de dividendos.

Futema, Basso e Kayo (2009) adaptaram o trabalho de Fama e French (2002), que estudaram a estrutura de capital e os dividendos dentro do contexto das teorias de *Trade-off* estática e *Pecking Order*, para a realidade brasileira com a inclusão dos juros sobre capital próprio e analisaram as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre capital próprio das empresas brasileiras abertas não financeiras listadas na B3 no período de 1995 a 2004. Como resultados, encontraram que a lucratividade despontou como a variável explicativa de maior peso e influência tanto para a distribuição dos lucros como para a alavancagem.

Ribeiro (2010) buscou identificar os fatores que determinam a política de dividendos de empresas não financeiras que integravam o principal índice bolsista da *EuronextLisbon*, o *Portuguese Stock Index* (PSI), no ano de 2007. Para tanto, o estudo analisou as empresas não financeiras listadas na *EuronextLisbon* e, posteriormente, centrou a mesma análise apenas nas empresas participantes do PSI. Os resultados obtidos indicaram que o *cash-flow* gerado e o preço de mercado das ações da empresa influenciam positivamente os dividendos distribuídos pelas empresas de forma geral. No tocante ao PSI, os resultados sugeriram ainda, além do efeito positivo das variáveis citadas, um efeito negativo do resultado líquido na referida distribuição.

Ainda no mercado de capitais português, Almeida et al. (2015) objetivaram identificar os determinantes da política de dividendos das corporações não financeiras listadas na *EuronextLisbon*, no período de 1997 a 2011. Os resultados indicaram que a estabilidade do



pagamento de dividendos, o valor de mercado, o *payout* anterior e a dimensão da corporação influenciam positivamente o valor dos dividendos a serem distribuídos. Já as oportunidades de crescimento e investimento evidenciaram uma relação negativa com a referida distribuição.

Fonteles *et al.* (2012) também averiguaram os possíveis fatores condicionantes de política de dividendos elevadas, porém, através da análise das empresas integrantes do Índice de Dividendos da B3 (IDIV). Este estudo elencou como determinantes para uma distribuição elevada de dividendos quatro componentes principais compostos por variáveis explicativas, a saber: (i) concentração, composto pelas variáveis concentração do controle acionário, segmento de listagem e capital institucional; (ii) rentabilidade, composto pelo fluxo de caixa e tamanho da empresa; (iii) prosperidade, representando as variáveis lucro distribuído e crescimento; e (iv) setor de atuação. A variável crescimento apresentou impacto negativo em relação a esse tipo de provento.

Por fim, Iquiapaza *et al.* (2015) investigaram o efeito da assimetria de informações, os custos de agência e a estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de proventos em dinheiro de 178 empresas de capital aberto cotadas na B3, no período de 2000 a 2004. Constatou-se que a probabilidade de pagamento de proventos tem uma relação positiva com o fluxo de caixa e com o tamanho da empresa, mas negativa com as oportunidades de crescimento, com a propriedade do acionista controlador e assimetria de informações.

3 Metodologia

3.1 Amostra e Variáveis Empregadas

Quanto aos objetivos, esta pesquisa é classificada como descritiva, pois, como destacado por Andrade (2005), preocupa-se apenas em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem interferência do pesquisador. Por sua vez, a estratégia empregada foi a pesquisa documental, visto que os dados analisados foram coletados das demonstrações contábeis das empresas. Quanto à abordagem do problema, utilizou-se da pesquisa quantitativa, pois se aplicou métodos econométricos em seus resultados. Como técnica de análise de dados foi utilizada a regressão múltipla com dados em painel e o programa adotado para realizar a estimação foi o STATA®.

A amostra do estudo foi composta pelas 30 empresas que compuseram o Índice de Dividendos (IDIV) da B3 na carteira que vigora de setembro a dezembro de 2017 e o período de análise foi de 2008 a 2016. Após a exclusão de empresas que não apresentaram dados suficientes para a análise, a amostra foi formada por 29 empresas e 179 observações anuais. A coleta de dados foi realizada através do banco de dados do Economática®, exceto o ciclo de vida da empresa, que foi coletado no formulário de referência da mesma encontrado no *site* da B3.

Para ser elegível ao IDIV, a B3 (2017) elenca os seguintes critérios que a companhia necessita atender cumulativamente:

- Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das três carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem, em conjunto, 99% do somatório total desses indicadores;
- Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores;
- Não ser classificado como “*Penny Stock*”, isto é, ações e certificados de depósito de ações (Units) cotados abaixo de R\$ 1,00 (B3, 2017);



- Estar dentro dos 25% do total de ativos com os maiores “*dividendyields*” (valor distribuído/último preço “com”) de todos os dividendos e/ou juros distribuídos pelos ativos nos últimos 24 meses;
- Pertencer à carteira vigente e estar classificado dentro do intervalo de 25% a 33% do total de ativos com os maiores “*dividends yields*” de todos os dividendos e/ou juros distribuídos nos últimos 24 meses, desde que atenda cumulativamente aos critérios anteriores.

Tendo como base a literatura já citada, foram empregadas seis variáveis explicativas ao modelo de regressão em busca de desvendar o comportamento do pagamento de dividendos, medido pelo índice de *payout* (variável dependente). A tabela 1 traz o resumo das variáveis, *proxies* e relação esperada.

Tabela 1. Resumo das variáveis, *proxies* e relação esperada

Variáveis	Proxies	Sinal Esperado	Fonte
Índice de <i>Payout</i> (<i>lnPayout</i>)	Logaritmo do valor percentual de dividendos distribuídos em relação ao resultado líquido.	Variável Dependente	Iquiapaza et al. (2015)
Taxa de Crescimento da empresa (Δ CRESC)	$\frac{\text{AtivoTotal}_{\text{AnoAtual}} - \text{AtivoTotal}_{\text{AnoAnterior}}}{\text{AtivoTotal}_{\text{AnoAnterior}}} \times 100$	-	Iquiapaza et al. (2015); Ribeiro (2010); Almeida et al. (2015)
Estrutura Financeira (EF)	$\frac{\text{CapitalPróprio (PL)}}{\text{AtivoTotal}}$	+	Ribeiro (2010); Almeida et al. (2015)
Rentabilidade do Ativo (ROA)	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	+	Ribeiro (2010); Almeida et al. (2015); Forti, Peixoto e Lima (2015)
Política de Dividendos Histórica (<i>lnPayout_Hist</i>)	Logaritmo do valor percentual de dividendos distribuídos em relação ao resultado líquido apurado no exercício imediatamente anterior.	+	Ribeiro (2010); Almeida et al. (2015)
Preço da Ação (PA)	Logaritmo do montante, em reais, da média do valor de mercado da ação no ano.	+	Ribeiro (2010)
Tamanho da empresa (<i>lnTAM</i>)	Logaritmo do Ativo Total.	+	Iquiapaza et al. (2015); Almeida et al. (2015); Fortiet al. (2015)
Sector da empresa (SETOR)	2 variáveis <i>Dummy</i> : SETOR_D1: D1 = 1, empresas de setores regulados; D1 = 0, caso contrário. SETOR_D2: D2 = 1, empresa do setor de intermediação financeira; D2 = 0, caso contrário	+/-	Iquiapaza et al. (2015)
Idade da empresa (VIDA)	Diferença do ano de fundação da empresa e a data da observação dos dados.	+	Gu, Lee e Rosett (2005); Fortiet al. (2015)
Nível de Governança Corporativa (GOV)	Variável <i>Dummy</i> : GOV = 1, empresa está classificada em algum nível de governança corporativa da B3; GOV = 0, caso contrário.	-	Iquiapaza et al. (2015); Fortiet al. (2015)

Fonte: Elaborada pelos autores com base em Iquiapaza et al. (2015), Ribeiro (2010) e Kayo e Famá (2004).



Logo, a equação estimada pelo modelo de regressão com dados em painel foi:

$$\ln \text{Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{CRESC}_{it} + \beta_2 \ln \text{EF}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \ln \text{Payout_Hist}_{it} + \beta_5 \ln \text{PA}_{it} + \beta_6 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_7 \text{SETOR_D1}_{it} + \beta_8 \text{SETOR_D2}_{it} + \beta_9 \text{VIDA}_{it} + \beta_{10} \text{GOV}_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: β_0 = constante da reta;

β_{it} = coeficiente angular das variáveis, variando no tempo e no espaço;

u_i = é o componente que indica o efeito individual específico não observável; e

ε_{it} = é o componente que varia com as unidades e com o tempo, denominado de erro “usual” da regressão.

3.2 Hipóteses de Pesquisa

Dessa forma, considerando as variáveis analisadas no estudo, as hipóteses testadas pela pesquisa foram:

H1: A taxa de crescimento da empresa tende a afetar negativamente a distribuição de dividendos.

Essa hipótese é fundamentada na suposição de que empresas que apresentam taxas de crescimento maiores necessitam de recursos mais altos para financiar seus ativos, diminuindo assim os recursos disponíveis para pagamento de dividendos (Iquiapaza *et al.*, 2015).

H2: Quanto maior a autonomia financeira da empresa, maior o montante distribuído em dividendos.

A hipótese 2 admite que empresas que têm maior autonomia financeira através de capital próprio não precisam manter uma estrutura de capital alavancada. Como consequência, há maior disponibilidade de recursos para distribuição de dividendos em razão de não necessidade de altos juros e amortizações de dívidas (Iquiapaza *et al.*, 2015).

H3: Os dividendos pagos tendem a ser relacionados positivamente com a rentabilidade do ativo (ROA).

A adoção da rentabilidade do ativo como variável de medida da rentabilidade da empresa justifica-se devido os resultados líquidos das empresas componentes da amostra serem heterogêneos e, como o ROA apresenta o resultado deflacionado pelo tamanho do ativo, a variância dos dados é minimizada. A relação positiva entre o pagamento de dividendos e o ROA é baseada no fato da empresa definir o montante a ser pago de dividendos aos acionistas em função de um valor percentagem do resultado líquido anterior da empresa (Ribeiro, 2010).

H4: Os dividendos distribuídos no exercício econômico imediatamente anterior tendem a estar positivamente relacionados com o pagamento de dividendos do próximo ano.

Os dividendos distribuídos no exercício imediatamente anterior foram medidos pelo índice de *Payout* anterior e a relação positiva esperada entre o pagamento de dividendos desse período com o pagamento do período anterior apoia-se na concepção de Lintner (1956) que existe uma estabilidade da política de dividendos (Almeida *et al.*, 2015).

H5: O preço da ação tende a estar positivamente relacionado com os dividendos distribuídos pela empresa.

A relação positiva entre pagamento de dividendos e valor de mercado da ação é sustentada pela Teoria do Pássaro na Mão, que admite que o valor da ação de uma empresa



depende das expectativas futuras de distribuição de dividendos. Dessa forma, quanto maior a expectativa de distribuição, maior seria o preço da ação (Ribeiro, 2010; Almeida *et al.*, 2015).

H6: Empresas de maior porte, em média, têm distribuições de dividendos maiores.

Espera-se que empresas de maior porte adotem política de dividendos mais elevadas. O mesmo ocorreria com empresas com maior faturamento, que tenderiam a pagar mais dividendos (Iquiapaza *et al.*, 2015).

H7: A classificação setorial da empresa tem impacto na distribuição de dividendos.

A sétima hipótese é fundamentada nos trabalhos de Heineberg e Procianoy (2003) e Iquiapaza *et al.* (2015), que analisaram se o setor em que empresa é classificada influencia na sua política de dividendos. Baseado nos trabalhos anteriores, empregou-se duas variáveis *Dummy*, sendo a primeira (SETOR_D1) adotando valor 1 para as empresas com alta regulação, sendo elas dos setores de energia elétrica, gás, e água e saneamento, e valor 0 para os demais setores. Para a segunda variável categórica (SETOR_D2) estabeleceu-se valor 1 quando a empresa pertence ao setor de intermediação financeira, por este ter obtido maior número de observações, e valor 0 caso contrário.

H8: Empresas que estão há mais tempo no mercado tendem a pagar mais dividendos quando comparadas com empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado.

Empresas mais maduras tendem a ter um fluxo de caixa mais estável, visto que seus produtos e processos estarão mais sólidos no mercado. Além disso, em empresas consolidadas, a demanda dos acionistas pela distribuição de fluxo de caixa é mais categórica (Gu, Lee & Rosett, 2005; Forti *et al.*, 2015).

H9: Empresas que fazem parte de algum dos níveis de governança corporativa tendem a ter política de dividendos mais enxutas.

As empresas que adotam um dos três níveis de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) possuem mais exigências para aumentar a evidenciação da informação, diminuindo nesses casos a assimetria de informações entre a empresa e os investidores. Dessa forma, a teoria do *Pecking Order* acredita que serão distribuídos menores dividendos em busca de acumular caixa e, conseqüentemente, evitar os problemas de subinvestimento (Forti *et al.*, 2015; Iquiapaza *et al.*, 2015).

4 Análise e Discussão dos Resultados

4.1 Estatística Descritiva

A tabela 2 contém as medidas de estatística descritiva das variáveis dependente e independentes utilizadas no estudo empírico. Percebe-se, ao analisá-la, que o índice de *payout* das empresas participantes do IDIV nos anos de 2008 a 2016, foi, em média, 3,78% dos seus resultados após o deflacionamento com o logaritmo natural. As empresas, em média, apresentaram uma taxa de crescimento de 18,12% e o valor médio das ações para o período foi de R\$ 14,22. A autonomia financeira dessas companhias esteve em torno de 59,29%, isto é, o quanto elas são independentes do capital de terceiros, e a rentabilidade de seus ativos esteve em torno de 11,50%. Por fim, o tamanho da empresa e sua idade correspondem, em média, a 15,90 (em ln) e 54 anos, respectivamente.

Destaca-se o valor relativamente elevado dos desvios-padrão das variáveis, principalmente da estrutura financeira e do ciclo de vida da empresa, indicando a existência de uma discrepância entre os valores apresentados pelas empresas consideradas no estudo. Observa-se que as variáveis que foram deflacionadas por logaritmo obtiveram reduzidos



desvios-padrão. Entretanto, a heterogeneidade das variáveis citadas pode fazer com o que o modelo estimado não seja tão preciso.

Tabela 2. Estatística descritiva das variáveis propostas pelo estudo

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Índice de <i>Payout</i> ($\ln Payout$) ¹	3,777	1,316	-5,265	8,340
Taxa de Crescimento da empresa ($\Delta CRESC$) ¹	18,119	37,041	-22,139	342,610
Estrutura Financeira (EF) ¹	59,286	31,061	4,666	221,038
Rentabilidade do Ativo (ROA) ¹	11,497	9,243	-10,203	58,481
Política de Dividendos Histórica ($\ln Payout_Hist$) ¹	3,570	1,536	-5,265	8,340
Preço da Ação (PA) ²	14,219	9,737	0,824	49,766
Tamanho da empresa ($\ln TAM$) ²	15,899	1,815	12,019	21,138
Ciclo de vida (VIDA) ³	54,140	48,847	2	208

¹ medido em porcentagem; ² em unidades monetárias; ³ em anos.

Fonte: Elaborada pelos autores com dados retirados do STATA®.

A amostra é composta por 29 empresas de diferentes setores e níveis de governança corporativa. A Figura 1 destaca a frequência das empresas do IDIV de acordo com o setor de atuação e a listagem de governança corporativa da B3. Constata-se que o setor mais representativo é o financeiro e outros (30%). O setor de utilidade pública, que tem uma variável *Dummy* por ter maior regulação, compõe 23% da amostra. Os setores saúde e telecomunicações foram os que encontrarem menor valor, com apenas 1 empresa na amostra (3%), cada um.

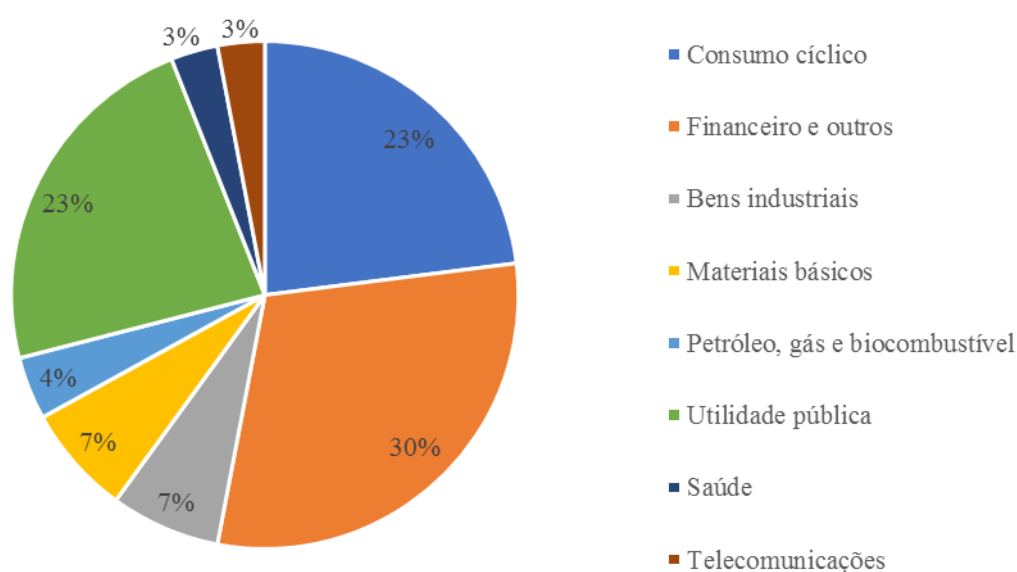




Figura 1. Setor de atuação - empresas do IDIV

Fonte: Elaborada pelos autores

Quanto à classificação da governança corporativa de acordo com a B3, mais da metade das empresas do IDIV encontram-se no Novo Mercado, que é o nível mais alto de governança dessa classificação. Os outros dois níveis, nível 1 e nível 2, obtiveram 23% e 13%, respectivamente. Além disso, 10% das empresas são classificadas no nível de governança tradicional, ou seja, não estão classificadas em nenhum dos 3 níveis da B3.

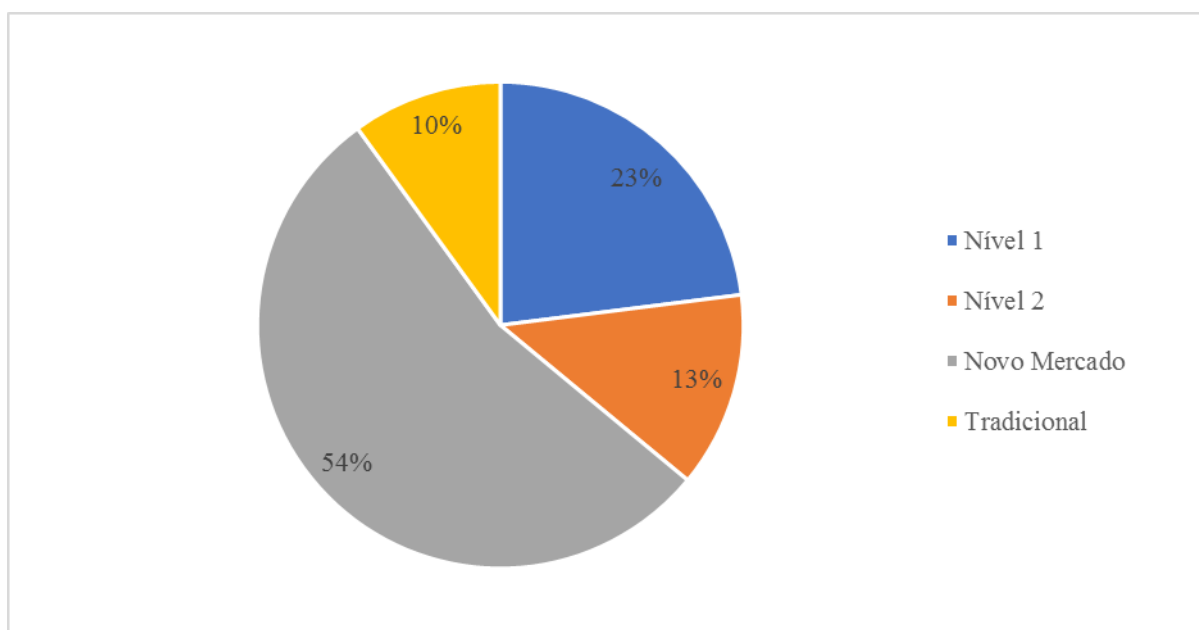


Figura 2. Nível de governança corporativa - empresas do IDIV

Fonte: Elaborada pelos autores

4.2 Procedimentos de Estimação e Escolha dos Modelos

Para verificar a adequabilidade do modelo, realizaram-se testes após a estimação do modelo *pooled* (os resultados dos testes são expostos na Tabela 2). Primeiramente, para avaliar a existência de multicolineariedade entre as variáveis explicativas empregadas no modelo realizou-se a estatística de Fator de Inflação da Variância (VIF). Este estudo se baseia na classificação de Hair Júnior, Anderson e Tatham (2005), que consideram que quando o VIF exceder 4 ou 5, existirá multicolineariedade alta entre as variáveis. O resultado médio do VIF foi de 1,64, logo, a multicolineariedade no modelo é moderada.

Tabela 3. Testes de adequabilidade do modelo *pooled*

Tipo de Teste	Teste utilizado	Valor VIF	Valor-p	Resultado
Multicolineariedade entre as variáveis explicativas	Estatística de Fator de Inflação da Variância (VIF)	1,64	-	Multicolineariedade moderada
Forma funcional	Teste RESET	-	0,0164	Forma funcional incorreta e/ou há omissão de variáveis relevantes.

Normalidade dos resíduos	Teste de Doornik-Hansen	-	0,0000	Resíduos apresentam distribuição normal
--------------------------	-------------------------	---	--------	---

Fonte: Elaborado pelos autores.

Em seguida, verificou-se a forma funcional do modelo através do teste de Ramsay, também conhecido como teste RESET. Esse teste assume como hipótese nula (H_0) que a forma funcional do modelo está correta e não há omissão de variáveis relevantes. Como o valor em probabilidade encontrado foi 0,0164, rejeita-se a H_0 a nível de significância de 5%, concluindo-se que a forma funcional do modelo é incorreta e/ou há omissão de variáveis relevantes para o modelo. Entretanto, como se trata de um modelo e não é possível considerar todas as variáveis que impactam a estrutura de capital das empresas, o modelo torna-se passível de ser analisado.

Por fim, realizou-se o teste de Doornik-Hansen para avaliar a normalidade dos resíduos. A hipótese nula desse teste admite que os resíduos têm distribuição normal. O resultado do valor-p do teste foi de 0,0000, portanto, rejeita-se H_0 e assume-se que não há normalidade dos resíduos. Todavia, levantando como premissa o teorema central do limite, quando consideradas amostras grandes, a violação da suposição de normalidade é tratada como não crítica, pois as estatísticas de teste tenderão a seguir uma distribuição apropriada mesmo sem a existência da normalidade dos resíduos (Brooks, 2008).

Tabela 4. Testes de especificação do modelo de dados em painel

Tipo de Teste	Teste utilizado	Valor-p	Resultados
Modelo <i>pooled</i> versus modelo de efeitos fixos	Teste de Chow	0,0000	Modelo de efeitos fixos é preferível em relação ao modelo <i>pooled</i>
Modelo <i>pooled</i> versus modelo de efeitos aleatórios	Teste de Breusch-Pagan	0,0009	Modelo de efeitos aleatórios é preferível ao modelo <i>pooled</i>
Modelo de efeitos aleatórios versus modelo de efeitos fixos	Teste de Hausman	0,8217	Modelo de efeitos aleatórios é preferível ao modelo de efeitos fixos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após os testes no modelo *pooled*, a Tabela 4 exibiu os testes que foram realizados referente à escolha do modelo de regressão em dados em painel para definir o mais adequado para este estudo. O primeiro deles foi o teste de Chow, que permite confrontar o modelo *pooled* com o modelo de efeitos fixos. Como o valor em probabilidade foi de 0,0000, a hipótese nula desse teste, que assume que o modelo *pooled* é preferível ao modelo de efeitos fixos, foi rejeitada e, nesse caso, o modelo de efeitos fixos mostrou-se mais adequado.

Posteriormente, fez-se o teste de Breusch-Pagan para comparar o modelo *pooled* com o modelo de efeitos aleatórios. Encontrou-se valor-p de 0,0009 e a hipótese nula de que o modelo *pooled* é preferível ao modelo de efeitos aleatórios foi rejeitada.

Como nos testes anteriores os resultados foram contraditórios, fez-se necessário a realização do teste de Hausman para avaliar a preferência do modelo em efeitos fixos ou em efeitos aleatórios. Adotando o nível de significância de 5%, não rejeitou-se H_0 (valor-p de 0,8217), que afirma que o modelo de efeitos aleatórios é preferível ao modelo de efeitos fixos, logo, o modelo preferível final é o modelo de efeitos aleatórios.



Após a escolha do modelo ideal, para avaliar a ocorrência de autocorrelação e heterocedasticidade no modelo em efeitos aleatórios foram realizados os testes apresentados na Tabela 5.

Tabela 5. Testes de autocorrelação e heterocedasticidade para o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios

Tipo de Teste	Teste utilizado	Valor-p	Resultados
Autocorrelação serial de 1ª ordem	Teste de Wooldridge	0,8632	Há autocorrelação de 1ª ordem
Heterocedasticidade	Teste de Likelihood-ratio	0,0000	Há heterocedasticidade

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para a autocorrelação utilizou-se do teste de Wooldridge que admite como hipótese nula a não existência de autocorrelação de ordem 1. O valor-p encontrado foi de 0,8632, não se rejeitando, assim, a H_0 . Logo, não há autocorreção de ordem 1 entre os erros. Já para avaliar a heterocedasticidade o teste escolhido foi o de Likelihood-ratio, tendo como hipótese nula que os erros são homocedásticos. A H_0 foi rejeitada (p-valor igual a 0,0000), concluindo-se, então, que há heterocedasticidade entre os resíduos.

4.3 Resultados Empíricos – Modelo de Regressão com Dados em Painel

Após a análise de adequabilidade do modelo, realizou-se a estimação do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios. Dessa forma, apresenta-se a análise dos resultados do modelo estimado, os quais são apresentados na tabela 6. O resultado do p-valor do teste de Wald está abaixo de 0,05 (0,0000), o que leva à conclusão de que existe ao menos uma variável explicativa estatisticamente significativa no modelo adotado.

Tabela 6. Resultados do modelo de Regressão Linear Múltipla

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	z	Valor-p
Constante	1,473	0,445	3,31	0,001***
ΔCRESC	0,002	0,001	1,54	0,124
EF	-0,006	0,001	-4,69	0,000***
ROA	0,030	0,003	9,01	0,000***
lnPayout_Hist	-0,025	0,013	-1,99	0,047**
PA	-0,001	0,003	-0,32	0,748
lnTAM	0,188	0,028	6,73	0,000***
SETOR_D1	-0,307	0,085	-3,60	0,000***
SETOR_D2	-0,795	0,073	-10,86	0,000***
VIDA	-0,004	0,001	-6,45	0,000***
GOV	0,074	0,105	0,70	0,484

Teste Wald

357,54***

*** significativo estatisticamente a 1% **significativo estatisticamente a 5%.

Fonte: Elaborada pelos autores com dados retirados do STATA ®.

Analisando o efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente, percebe-se que considerável número de variáveis apresentou impacto no pagamento de dividendos das empresas do IDIV ao nível de 1% e 5% de significância.

A variação do crescimento das empresas (ΔCRESC) não encontrou significância estatística, mostrando que, para essa amostra, a taxa de crescimento da empresa não é um determinante da política de *payout* das empresas. Logo, a hipótese 1 deste estudo, de que a taxa de crescimento da empresa tende a afetar negativamente a distribuição de dividendos não foi confirmada, ao contrário de estudos anteriores como de Futemaet *al.* (2009), Ribeiro (2010), Almeida *et al.* (2015), Fonteles *et al.* (2012) e Iquiapazaet *al.* (2015) que confirmaram a previsão da teoria da Hierarquia das Fontes (*PeckingOrder*) e mostraram que a remuneração aos acionistas é preterida em função da retenção dos lucros para financiar investimentos.

A variável Rentabilidade do Ativo (ROA), que se refere à capacidade dos ativos de uma empresa gerarem resultados, apresentou efeito estatisticamente significativo a 1%. O coeficiente de 0,030 realça que, em média, quando o ROA aumenta em uma unidade, o *payout* cresce em 3,0%. Dessa forma, a hipótese 2, de que a rentabilidade dos ativos tende a ser relacionada positivamente com o pagamento de dividendos, foi aceita. Este resultado vai de encontro com o estudo de Almeida *et al.* (2015), que a elencou como variável significativa na determinação do montante do resultado a ser distribuído, enquanto que o trabalho de Ribeiro (2010) teve como resultado que o ROA não é estatisticamente relevante na determinação do pagamento de dividendos. A relação positiva do ROA com o pagamento de dividendos confirma a teoria de Lintner (1956) e realça o conforto dos gestores quanto ao pagamento de dividendos quando a empresa apresenta maior rentabilidade e retorno sobre os seus investimentos, além de que os próprios acionistas esperam dividendos maiores quando a empresa possui maior rentabilidade (Fortiet *al.*, 2015).

A teoria da Relevância defende, como já mencionado, uma relação entre o montante de dividendos e o valor de mercado das ações da empresa. As ações que distribuem dividendos tendem a ser mais valorizadas para os investidores (Loss&Sarlo Neto, 2006). Este ponto de vista foi confirmado pelos estudos de Ribeiro (2010), Fonteles *et al.* (2012) e Almeida *et al.* (2015). Entretanto, a variável preço da ação (PA), representante do valor de mercado da empresa, não foi estatisticamente identificada como significativa no presente trabalho e a hipótese 5 não pode ser confirmada. Esse resultado pode ter ocorrido devido ao número limitado de observações.

A estrutura financeira da empresa é apresentada como variável importante na determinação dos dividendos distribuídos por Futemaet *al.* (2009), Almeida *et al.* (2015), Iquiapazaet *al.* (2015) e é medida pela sua autonomia financeira ou pelo seu endividamento. Neste estudo, essa variável também encontrou significância estatística ao nível de 1% e o coeficiente constatou relação negativa com a distribuição de dividendos. O parâmetro do modelo para a estrutura financeira mostra que quando aumentada uma unidade na relação entre o patrimônio líquido e o ativo da empresa, há tendência de que o pagamento de dividendos caia em 0,6%. Com isso, a previsão da teoria do *Trade-off*, de que empresas menos alavancadas tenderiam a pagar mais dividendos no intuito de diminuir a margem de



fluxo de caixa livre sob a responsabilidade dos gestores, não foi confirmada e a hipótese 2 deste estudo, de que quanto maior a autonomia financeira da empresa, maior o montante distribuído em dividendos, foi rejeitada.

As variáveis *dummys* para empresas (i) reguladas (dos setores de energia, petróleo, água e gás) e (ii) para empresas do setor de intermediação financeira foram significativas para a amostra estudada ao nível de 1%. A relação encontrada para as duas *Dummies* foi negativa com a política de dividendos, o que sugere que empresas que atuam nos setores regulados e financeiro têm menor pagamento de dividendos se comparada com a política de *payout* de empresas dos demais setores. Esse resultado é contraditório com o estudo de Iquiapazaet *al.* (2015) que não encontrou significância estatística para o setor de atuação.

A Política de Dividendos Histórica também se mostrou significativa estatisticamente, apresentando um efeito negativo sobre o pagamento de dividendos, a um nível de 5% de significância, com um coeficiente angular de -0,025. Assim, espera-se que elevando 1% dos dividendos distribuídos no ano atual, a distribuição do próximo ano diminua em 2,5%. Este achado é contrário a hipótese 4, que indica que os dividendos distribuídos no exercício econômico imediatamente anterior, tendem a estar positivamente relacionados com o pagamento de dividendos do próximo ano. Como o valor do coeficiente é um valor baixo, isto pode indicar que as empresas participantes do IDIV possuem uma tendência a privilegiar a estabilidade em sua política de dividendos, o que concorda com a conclusão de Lintner (1956), segundo a qual a administração reluta em alterar os dividendos e privilegia sua estabilidade. Tal relação de estabilidade também foi encontrada nos estudos de Fonteles *et al.* (2012) e Almeida *et al.* (2015) e pode ser explicada pela Teoria da Sinalização. Segundo ela, a política de dividendos de uma empresa possui um conteúdo informacional implícito, que pode sinalizar aos investidores expectativas sobre projeções futuras de lucros. Assim, alterações nesta política podem indicar incertezas futuras a investidores. O estudo de Ribeiro (2010), no entanto, não encontrou relação estatisticamente significativa e entendeu que os dividendos distribuídos por uma empresa não são dependentes dos dividendos distribuídos no passado.

No mesmo sentido, a variável tamanho da empresa se mostrou significativa estatisticamente ao nível de 1%. O coeficiente encontrado indica que se a empresa aumenta 1% no seu tamanho, em média, o *payout* aumentará em 18,8%. Dessa forma, confirma-se a hipótese 6 de que empresas de maior porte, em média, tem distribuições de dividendos maiores. Esse resultado vai de encontro com o resultado encontrado nos trabalhos de Fortiet *al.* (2015) e Iquiapazaet *al.* (2015), que como prevê a teoria do *Trade-off*, empresas maiores tem maior facilidade em adquirir financiamentos com terceiros, não precisando, assim, de utilizar grandes quantidades de recursos próprios para investimento em suas operações, fazendo com que haja maior disponibilidade de valores para distribuição de dividendos.

O ciclo de vida da empresa se mostrou estatisticamente significativo a 1% e apresentou relação negativa com o pagamento de dividendos. Esse resultado é contraditório com a hipótese 8, de que empresas que estão a mais tempo no mercado tendem a pagar mais dividendos quando comparadas com empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado. Além disso, a relação negativa também vai contra à *Trade-off Theory*, que indica que empresas mais antigas no mercado possuem maior tendência em pagar dividendos por não possuírem tantas possibilidades de novos investimentos ou ainda que estas possuem acesso a outras fontes de financiamento e que não seria necessário reter seus lucros para realizar tais



investimentos (Fortiet *al.*, 2015). O estudo de Fortiet *al.* (2015), ao contrário deste trabalho, não encontrou relação entre os dividendos e a idade da empresa.

Por fim, a governança corporativa não encontrou significância estatística, mostrando que empresas que se encontram classificadas em um dos três níveis de governança da B3 e empresas do mercado tradicional não apresentam diferenças estatísticas quanto ao pagamento de dividendos. Dessa forma, não foi possível confirmar a hipótese 9 deste estudo, que realça a relação negativa da governança com o *payout*. Entretanto, os trabalhos de Iquiapazaet *al.* (2015) e Fortiet *al.* (2015) também não encontraram relação significativa para a governança corporativa e o pagamento de dividendos.

5 Considerações Finais

Diversos trabalhos têm investigado os fatores que influenciam a política de dividendos de uma empresa. No entanto, não há ainda, como mencionado, um consenso sobre o que tem efeito na decisão da empresa de distribuir seus lucros, o que faz desse assunto um campo fértil de pesquisa na área de finanças empresariais. Nesse sentido, este trabalho objetivou identificar os determinantes da política de dividendos das empresas participantes do Índice de Dividendos (IDIV) da B3.

Os resultados confirmaram algumas previsões das teorias relacionadas com a política de dividendos das empresas, como a Hierarquia das Fontes, Teoria da Sinalização e *Trade-off Theory*. As variáveis rentabilidade do ativo e o tamanho da empresa, nessa amostra, têm efeito significativo e positivo no pagamento de dividendos. Para essas duas variáveis também foram confirmadas as previsões dos estudos de Almeida *et al.* (2015), Fortiet *al.* (2015) e Iquiapazaet *al.* (2015).

Além disso, estrutura financeira, *payout* histórico, setor de atuação e idade da empresa apresentaram relação negativa com a política de *payout*. A estrutura financeira, o *payout* histórico e o ciclo de vida da empresa encontraram relação contrária às apontadas pela teoria do *Trade-off* e da Sinalização e a variável setor mostrou que empresas com maior regulação e de financeiras tendem a distribuir menos dividendos quando comparadas com os demais setores.

Ao contrário do que a literatura indica, o preço da ação não se figurou com efeito significativo, sugerindo que o valor de mercado da empresa não está relacionado aos seus dividendos, contrapondo a previsão da teoria da Relevância. Contudo, acredita-se que esta constatação se deve ao tamanho da amostra deste estudo.

Como limitação da pesquisa, destaca-se o reduzido número de observações que compuseram a amostra para a estimação de um modelo com dados em painel e o fato estudo ser baseado em uma amostra não-probabilística. Assim, os resultados obtidos não são passíveis de generalização.

Para pesquisas futuras, recomenda-se que sejam realizados levantamentos com amostras maiores e que se incluam mais variáveis que são consideradas pela literatura como relevantes para explicar a política de dividendos adotada por uma empresa, bem como a utilização de outras *proxies* para se averiguar os fatores determinantes do índice de *payout*.

Referências



- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da política de dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*. 17(54), 701-719.
- Andrade, M. M. (2005). *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas*, 5. São Paulo, Atlas.
- B3. (2017). *Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBovespa*.
- B3 (2017). *Índice Dividendos BM&FBovespa (IDIV)*. Recuperado em 29/out/2017 de: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-segmento/indice-dividendos-bm-fbovespa-idiv.htm
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Princípios de finanças corporativas*, 8. São Paulo: McGraw-Hill.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National tax journal*, 23(4), 417-427.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Second Edition. Cambridge University Press.
- Silva, J. C. G. D., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 35(1), 37-79.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Ferreira Júnior, W. O., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Bastos, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *Revista FACEF*, 13(2), 190-203.
- Fonteles, I. V., Peixoto Júnior, C. A., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3).
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Lima, D. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Futema, M. S., Basso, L. F. C., & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49).
- Gordon, J. (1959). Dividends, earnings and stock price. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.



- Hair Júnior, J. H., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2005). *Análise Multivariada de Dados*, 5. Porto Alegre: Bookman.
- Heineberg, R., & Procianoy, J. L. (2003). Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: XXVII ENANPAD, 27. Anais...: Atibaia/SP: ANPAD.
- InfoMoney. (2005). *Dividend Yield: conheça como ganhar mais no mercado de ações*. Recuperado em 28/out/2017 de: <http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/366246/dividend-yield-conheca-como-ganhar-mais-mercado-acoes>
- Iquiapaza, R. A., & Lamounier, W. M.; & Amaral, H. F. (2015). Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa. *Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper*, 1673(6).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kayo, E. K., & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(2).
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*, 7(2), 163-195.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 52-66.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 52(1) 24-39.
- Miller, M. H.; & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(1-2), 15-25.
- Silva, E., Santos, J., & Almeida, M. (2011). Conselho de administração: uma análise da



influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453.

Spence, A. M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 8(3), 355-374.