

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração**

Kécia da Silveira Galvão

**Política de Distribuição de Dividendos: Por Que as
Empresas Brasileiras Pagam *Payout* Incremental?**

**Recife/PE
2015**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- "Grau 1": livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- "Grau 2": com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- "Grau 3": apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia.

A classificação desta dissertação/tese se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.

Título da Monografia: Política de Distribuição de Dividendos: Por Que as Empresas Brasileiras Pagam *Payout* Incremental?

Nome do Autor: Kécia da Silveira Galvão

Data da aprovação: 27 de maio de 2015

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Local e data:

Assinatura do autor

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração**

Kécia da Silveira Galvão

**Política de Distribuição de Dividendos: Por Que as
Empresas Brasileiras Pagam *Payout* Incremental?**

Orientadora: Profa. Dr^a. Joséte Florencio dos Santos

Tese apresentada como requisito para a
obtenção do grau de Doutor em
Administração, na área de concentração
Gestão Organizacional, do Programa de
Pós-Graduação em Administração da
Universidade Federal de Pernambuco.

Recife/PE
2015

Catálogo na Fonte

Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

G182p Galvão, Kécia da Silveira

Política de distribuição de dividendos: por que as empresas brasileiras pagam Payout incremental? / Kécia da Silveira Galvão. - Recife : O Autor, 2015.

110 folhas : il. 30 cm.

Orientadora: Prof^a. Dra. Josete Florencio dos Santos

Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, CCSA, 2015.

Inclui referências.

1. Dividendos. 2. Sociedades por ações – Legislação – Brasil. I. Santos, Josete Florencio dos (Orientadora). II. Título.

658 CDD (22.ed.)

UFPE (CSA 2015 –082)

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Política de Distribuição de Dividendos: Por Que as Empresas Brasileiras Pagam *Payout* Incremental?

Tese submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 27 de maio de 2015.

Banca Examinadora:

Profª. Josete Florencio dos Santos, Doutora, UFPE (orientadora)

Prof. Jaior Laser Procianoy, Doutor, UFRGS (examinador externo)

Prof. Wilson Toshiro Nakamura, Doutor, UPM (examinador externo)

Prof. Moisés Araújo Almeida, UFS (examinador externo)

Profª. Umbelina Cravo Teixeira Lagioia, Doutora, UFPE (examinadora interna)

À minha amada Mãe Lúcia, porque sem ela nada teria sido possível.

Agradecimentos

Uma tese não se constrói sozinha!

Este é o grande tema dos meus agradecimentos, dentre os *payout's*, “LLA”, indicadores... Este espaço, faço meu, para agradecer a Deus, por todos que não me deixaram sozinha e por ter me presenteado com pessoas maravilhosas, que precisei e quis ter ao meu lado para construir mais essa conquista.

Então, vamos lá.

Obrigada Deus, pelo presente de cursar o doutorado no PROPAD/UFPE, pois foi neste programa que conheci amigos que muito me amaram, que me emprestaram seus ombros, suas casas, suas mesas de estudo e de refeição, suas risadas maravilhosas... Obrigada pelos meus colegas de doutorado, que partilharam grandes momentos. Obrigada pelos meus queridos, minhas amadas financistas Karina, Carolina, Caroline, Raquel, Renata, Valéria e meus amados financistas Augusto, Odilon, Ricardo e o recém-chegado Kliver.

Obrigada pela professora Joséte, minha querida orientadora, com quem muito aprendi sobre finanças e, também, sobre a vida.

Obrigada pelos professores que compuseram a banca de avaliação, Professora Umbelina, Professor Moisés, Professor Wilson, Professor Jairo, estou certa que não poderia ser melhor, que não poderia ter tido melhor aprendizado.

Obrigada por todos os que construíram este trabalho comigo, mas, principalmente: por Jevuks, pela sua econométrica paciência, estatisticamente comprovada; pelo querido Gustavo e pelas fofas Karina e Caroline e o amigo Thales, pelas leituras pressionadas pelo “Já leu? Então, me mande”; por Firmino, pela ajuda aos 45 minutos do segundo tempo.

Obrigada por todos os meus amigos que foram pacientes em esperar “terminar o Doutorado” para voltar a conviver, e, mesmo com o afastamento, sempre estiveram presentes em minha vida. Obrigada às amigas e aos amigos do “Club du Vin”, das corridas, da Faculdade Salesiana, da UFPE, da UFRPE, da igreja, da vida toda.

Obrigada pelas instituições de ensino em que trabalhei durante o doutorado, e que tanto me apoiaram: a Faculdade Salesiana e a Universidade Federal Rural de Pernambuco.

Obrigada pelos meus queridos alunos, que pacientemente esperaram a professora terminar o doutorado para deixar de falar nele e de pedir desculpas porque estava cansada.

Obrigada Deus, muito obrigada mesmo, pela minha família. Obrigada, principalmente, pelo “povo lá de casa”, que nunca me deixou só, que me apoiou em todos os momentos, que sorriu e chorou comigo, minha mainha, Lúcia, meu painho, Geraldo, meu irmão, Jefferson (Fefé), minha cunhada/irmã, Mônica, minhas sobrinhas: a Princesa Clara e a Princesa Livia (que está prestes a chegar).

Por fim, obrigada a todos vocês que não me deixaram construir esta tese só, obrigada por todo amor!

Resumo

Este estudo teve como objetivo investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2002 a 2013. O *payout* pago foi calculado com base no lucro líquido ajustado, com dados coletados nas atas das assembleias e nas Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido. O *Payout* incremental corresponde ao valor efetivamente distribuído pelas empresas além do que é estabelecido nos estatuto social. Os dados referentes às *proxies* dos fatores de pagamento de dividendos foram coletados na base de dados Economatica® e na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários. A amostra final foi composta por uma diversidade de 287 empresas, distribuídas nos anos estudados, variando entre 144 empresas em 2002 a 285 em 2013. Os dados foram organizados em painel desbalanceado, e foram realizadas regressões *logit* com efeitos aleatórios. A principal conclusão foi de que existe maior probabilidade de que as empresas com maior rentabilidade, proporção de caixa, concentração acionária e as pertencentes a algum nível diferenciado de governança, distribuam *payout* incremental, e as que possuem maior oportunidade de crescimento sejam menos prováveis de pagar *payout* incremental, o que pode ser relacionado à possibilidade de elas reterem mais recursos para novos projetos, favorecendo o enriquecimento dos acionistas.

Palavras-Chave: Política de Dividendos. *Payout* Incremental. Fatores de Dividendos

Abstract

This study investigated the factors related to the payment of dividends and incremental payout of Brazilian companies listed on the São Paulo Stock Exchange (BM & FBovespa) from 2002 to 2013. The paid payout was calculated based on adjusted net income, with data collected in the protocol of assembly and the Statement of Changes in Shareholders' Equity. The incremental Payout corresponds to the amount actually distributed by companies beyond what is established in the bylaws. Data for proxies of dividend payment factors were collected at Economatica® database and on the website of the *Comissão de Valores Mobiliários*. The final sample consisted of a range of 287 companies distributed in the years studied and ranging from 144 companies in 2002 and 285 in 2013. The data were organized and carried out unbalanced panel logit regression with random effects. The main conclusion was that there is greater likelihood that companies with higher profitability, ratio of cash, ownership concentration and belonging to a differentiated level of governance, distribute incremental payout and those with greater growth opportunities are less likely to pay payout incremental, which may be related to the possibility of they retain more resources for new projects, favoring the enrichment of shareholders

Keywords: Dividend Policy. Incremental Payout. Dividend Factors.

Lista de Figuras

Figura 1 (3) – Distribuição da amostra total por anos	45
Figura 2 (4) – Percentual mínimo estatutário de <i>Payout</i>	66
Figura 3 (4) – Montante de dividendos pagos ao longo dos anos	73
Figura 4 (4) – Montante de dividendos por setor econômico	73
Figura 5 (4) – Montante de dividendos por setor econômico sem Petrobrás e Vale do Rio Doce	74
Figura 6 (4) – <i>Payout</i> distribuído ao longo dos anos	74
Figura 7 (4) – <i>Payout</i> médio por setor econômico	75

Lista de Tabelas

Tabela 1 (3) – Distribuição da amostra por setor econômico	45
Tabela 2 (4) – Classificação das empresas quanto à distribuição de dividendos	68
Tabela 3 (4) – Continuidade de pagamento de dividendos	68
Tabela 4 (4) – Classificação da amostra por setor econômico e distribuição de dividendos	69
Tabela 5 (4) – Classificação das empresas quanto ao nível de payout	76
Tabela 6 (4) – Níveis de payout por setor econômico	77
Tabela 7 (4) – Continuidade de pagamento de payout incremental	80
Tabela 8 (4) – Continuidade de pagamento de payout mínimo	80
Tabela 9 (4) – Continuidade de pagamento de payout reduzido	80
Tabela 10 (4) – Estatística descritiva das variáveis independentes	82
Tabela 11 (4) – Matriz de Correlação das variáveis independentes	85
Tabela 12 (4) – Sumário estatístico das variáveis de rentabilidade por grupos de dividendos	87
Tabela 13 (4) - Sumário estatístico das variáveis de Oportunidade de Crescimento por grupos de dividendos	88
Tabela 14 (4) - Sumário estatístico das variáveis Ciclo de Vida	89
Tabela 15 (4) - Sumário estatístico da variável Idade	90
Tabela 16 (4) - Sumário estatístico da variável Tamanho	91
Tabela 17 (4) – Distribuição dos grupos de dividendos nos quartis de tamanho	91
Tabela 18 (4) - Sumário estatístico da variável Endividamento	92
Tabela 19 (4) – Sumário estatístico da variável Proporção de Caixa	93
Tabela 20 (4) - Sumário estatístico da variável Risco	94
Tabela 21 (4) - Sumário estatístico da variável Concentração Acionária	94
Tabela 22 (4) - Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de dividendos	98
Tabela 23 (4) – Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de payout incremental	101

Lista de Quadros

Quadro 1 (2) – Evidências empíricas dos fatores relacionados ao pagamentos de dividendos	37
Quadro 2 (2) – Metodologia Resumida de Cálculo do Lucro Líquido Ajustado, baseado na Lei nº 6.404/76	39
Quadro 3 (3) – Resumo das Variáveis	55
Quadro 4 (3) – Modelos de Regressão	62
Quadro 5 (3) – Indicação de utilização das variáveis	63
Quadro 6 (4) – Classificação das empresas com percentual de payout acima dos 25% do lucro líquido ajustado e por setor econômico	66
Quadro 7 (4) – Resumo dos resultados da análise univariada	95

Lista de Equações

Equação (1)	27
Equação (2)	29
Equação (3)	41
Equação (4)	48
Equação (5)	48
Equação (6)	49
Equação (7)	49
Equação (8)	49
Equação (9)	50
Equação (10)	50
Equação (11)	50
Equação (12)	51
Equação (13)	52
Equação (14)	52
Equação (15)	53
Equação (16)	53
Equação (17)	59
Equação (18)	59
Equação (19)	60
Equação (20)	60
Equação (21)	61

SUMÁRIO

1	Introdução	15
1.1	Objetivos	20
1.1.1	Objetivo Geral	20
1.1.2	Objetivos Específicos	20
1.2	Justificativa	21
2	Referencial Teórico	23
2.1	Política de Dividendos: Teorias e Fatores de Pagamento	23
2.1.1	Teoria da Relevância dos Dividendos	26
2.1.2	Teoria da Irrelevância dos Dividendos	28
2.1.3	Hipóteses do Efeito Tributário e do Efeito Clientela	30
2.1.4	Hipótese do Custo de Agência e o Fluxo de Caixa	31
2.1.5	Incerteza e Assimetria da Informação (Teoria da Sinalização)	32
2.1.6	Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos	33
2.2	Tratamento Legal dos Dividendos e dos Juros Sobre o Capital Próprio no Brasil	38
2.2.1	O Payout Estatutário	41
3	Procedimentos Metodológicos	43
3.1	Delineamento da Pesquisa	43
3.2	Definição da População e da Amostra	44
3.3	Coleta de Dados	46
3.4	Definição e Operacionalização das Variáveis	47
3.4.1	Variáveis Dependentes	47
3.4.2	Variáveis Independentes	48
3.5	Técnicas e Modelos de Análise	56
3.5.1	Técnicas de Análise	56
3.5.1.1.	Análise Univariada	57
3.5.1.2.	Regressão Logit com Dados em Painel	57
3.5.1.3.	Modelos de Análise dos Fatores de Pagamento de Dividendos e de Payout Incremental	60
3.5.1.4.	Avaliação da Continuidade de Pagamento	63
3.6	Limitações Metodológicas	64
4	Análise dos Dados e Resultados	65
4.1	Política Estatutária de Dividendos	65
4.2	O Pagamento de Dividendos e os Níveis de Payout	67
4.2.1	Classificação Quanto a Distribuição de Dividendos	67
4.3	Dividendos distribuídos	72
4.3.1	Os Níveis de Payout	76
4.3.2	Síntese dos Resultados	81
4.4	Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos e ao Payout Incremental	81
4.4.1	Estatística Descritiva das Variáveis Independentes	82
4.4.2	Análise Univariada dos Fatores Relacionados ao pagamento de Dividendos e ao payout	86
4.4.3	Análise Multivariada dos Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos e ao Payout Incremental	96
3.5.1.5.	Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos	97
3.5.1.6.	Fatores Relacionados ao Pagamento de Payout Incremental	100

5	Conclusões	103
5.1	Limitações da Pesquisa e Sugestões de Estudos Futuros	105
	Referências	106

1 Introdução

Um pressuposto da maior parte da literatura acadêmica de finanças é que os gestores tomam decisões que levam à maximização da riqueza da empresa e dos acionistas. Especificamente para o gestor financeiro, as decisões a serem tomadas se agrupam em duas grandes categorias: decisões de investimento e decisões de financiamento (BAKER, 2009). As decisões de investimento envolvem a determinação do tipo e da quantidade de ativos que a empresa deseja manter e em quais projetos investir. Já a decisão de financiamento diz respeito à determinação de como adquirir os recursos para investir nos ativos, se sob a forma de capital de terceiros, de capital dos sócios ou de reinvestimento dos lucros obtidos. Nesse sentido, é que, dentro da disposição de reinvestimento dos lucros, está a política de dividendos, que se refere à prática adotada pela empresa sobre quanto, como e quando distribuir os lucros obtidos aos seus acionistas ao longo do tempo.

Em um contexto histórico, as questões da política de dividendos têm envolvido os gestores desde meados do século XVI, e, desde então, tem sido desdobrada em práticas diversas como distribuição de grandes remunerações ou mesmo do total dos lucros (FRANKFURTER; WOOD, 1997). Essa prática esteve atrelada a fatores diversos como a realidade econômica, o risco do negócio, a taxação do imposto de renda, o mercado de informações assimétricas, ou mesmo, a preferência dos investidores pelos lucros (FRANKFURTER; WOOD, 1997).

Apenas na segunda metade do século XX, tem-se o marco inicial das discussões acadêmicas sobre a política de dividendos. Em 1956, John Lintner lançava as bases fundamentais do entendimento moderno da política de dividendos (BRAV et al., 2005) e Miller e Modigliani (1961) introduziam a discussão da irrelevância dos dividendos para o valor da empresa sob a perspectiva de um mercado perfeito. Todavia, em oposição aos achados de Miller e Modigliani (1961), outras pesquisas têm examinado imperfeições do mercado e desenvolvido diferentes paradigmas para a política de dividendos, que incluem a hipótese do efeito tributário (ELTON; GRUBER, 1970), a do efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961; ELTON; GRUBER, 1970), a assimetria da informação (BATTACHARYA, 1979) e a hipótese do fluxo de caixa (EASTERBROOK, 1984). Porém, mesmo com grande debate entre as escolas de finanças, não se chegou a nenhum consenso, mostrando que as questões referentes à política de dividendos ainda não foram exploradas suficientemente (AL-NAJJAR, 2009; AL-MALKAWI, RAFFERTY, PILLAI, 2010; RIBEIRO, 2010).

Para guiar o desenvolvimento deste estudo, as teorias de dividendos são observadas sob a perspectiva da relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa e os fatores que influenciam essa decisão do pagamento.

A relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa é vista em três vertentes: (i) a que o pagamento dos dividendos aumenta o valor da empresa, ou a relevância dos dividendos (LINTNER, 1956; GORDON, 1959); (ii) a que os dividendos são irrelevantes para o valor da empresa (MILLER; MODIGLIANI, 1961); e a terceira (iii), que considera as imperfeições do mercado nas discussões sobre dividendos.

Sob a ótica da relevância dos dividendos (i), o aumento dos mesmos pode ser associado ao aumento do valor da empresa, sob a justificativa de que um alto *payout*¹ irá reduzir o custo de capital e, por isso, aumentar o valor das ações (GORDON, 1959). Vale ressaltar que Lintner (1956) argumenta que os gestores são relutantes em modificar os dividendos, apenas o fazem quando há segurança para manter o novo valor a ser pago. Ou seja, quando possuem fluxo de caixa suficiente para mantê-los. Outro argumento deste autor é que as empresas adotam determinada política de dividendos conforme aspectos específicos próprios e do mercado, como a variação dos juros, os ganhos relativos sobre o capital, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos ganhos, a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos, o tamanho e maturidade da empresa.

Entretanto, em condições perfeitas de mercado (ii), Miller e Modigliani (1961) defendem que o valor da empresa independe da política de dividendos adotada ou mesmo da estrutura de capital, e se relaciona apenas às oportunidades de investimentos, pois são estes que gerariam de fato, valor para as empresas. Sendo assim, os ganhos futuros corrigidos, equivaleriam ao valor presente dos dividendos, levando os acionistas à indiferença em relação ao recebimento dos dividendos ou ao reinvestimento.

Contrapondo o estudo de Miller e Modigliani (1961), outras abordagens também têm sido tratadas sob o foco das imperfeições de mercado (iii), como tributação e custos de transação diferenciados para ganhos de capital e para dividendos, preferência dos acionistas, divergência dos interesses de gestores e sócios, bem como, informações assimétricas. Elton e Gruber (1970) afirmam que quando os dividendos são tributados a uma taxa maior do que a aplicada aos ganhos de capital, ocorrerá o efeito tributário, fazendo com que maiores dividendos reduzam a riqueza dos acionistas quando comparado ao valor das ações. Os autores citados ainda reiteram

¹ *Payout* - percentual do lucro destinado ao pagamento de dividendos

que será observado o efeito clientela quando imperfeições de mercado (como: custos de transações e taxas de tributação diferenciadas de ganhos de capital e de dividendos) influenciarem a preferência de investimento e os gestores modificarem a política de dividendos da empresa em função dessa preferência.

Autores como Jensen e Meckling (1976), Easterbrook (1984) e Jensen (1986) afirmam que podem ocorrer problemas de agência relacionados ao caixa da empresa quando há muitos recursos em seu saldo, por existir a possibilidade dos gestores os utilizarem imprudentemente, em interesse próprio, desconsiderando a maximização da riqueza dos investidores. Nesse contexto, o pagamento de dividendos reduziria os fundos disponíveis aos gestores. Todavia, Baskin e Miranti (1988) defendem que, em mercados com assimetria informacional, decorrente de incompletudes, e imprecisão à disposição dos acionistas, os dividendos seriam uma ferramenta para os gestores transmitirem informações privadas sobre o fluxo de caixa e lucratividade da empresa, sendo esta a principal perspectiva adotada neste estudo.

Quando se trata dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos, o que se enquadra em um contexto de mercado imperfeito, segundo Al-Najjar (2009, p. 1, tradução nossa), busca-se “teorizar a tendência das empresas pagarem, ou não, dividendos”. Autores como Lintner (1956), Aivazian, Booth e Cleary, (2003), Ho e Wu (2003), Décourt (2009), Al-Najjar (2009) e Décourt e Procianoy(2012) investigaram alguns fatores que poderiam explicar esta possibilidade como a rentabilidade, o endividamento (alavancagem), a composição dos ativos (liquidez), o controle de propriedade, o risco da empresa, o tamanho da empresa, o ciclo de vida e o setor econômico. A partir dessa premissa, Denis e Stepanyan (2009) classificaram esses fatores em duas categorias, sendo a primeira formada pelas características fundamentais tais como tamanho, rentabilidade, oportunidades de crescimento e maturidade; e a segunda, com as características discricionárias tais como alavancagem e estrutura de governança corporativa.

O processo de investigação dos fatores seguiu duas vertentes: a primeira delas foi a investigação direta junto aos gestores, por meio de questionários e entrevistas, como pode ser visto nos trabalhos de Lintner (1956), Décourt, (2009), Ambrozini, (2011), e Décourt e Procianoy(2012); a segunda, por meio de dados obtidos de informações secundárias apresentadas pela empresa e no mercado, utilizando modelos econométricos para análise, como observado nos trabalhos de Fama e French (2001), Aivazian, Booth e Cleary, (2003), Ho e Wu (2003), Omram e Pointon (2004), Al-Najjar (2009), Heineberg e Procianoy(2003) e Silveira e Bellato (2012).

Em ambas as vertentes os resultados encontrados são divergentes e variam conforme país e período analisados. Como exemplo, ao avaliar os estudos que questionam diretamente os gestores, no período de 1956 a 2004, nos Estados Unidos da América (EUA), na Austrália, na Alemanha, na África do Sul, na Malásia, na Noruega e no Canadá, foi notado maior consenso apenas na variação da lucratividade e no lucro do período (DÉCOURT, 2009; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012). No Brasil, além desses dois pontos de análise, os fatores caixa (DÉCOURT, 2009; AMBROZINI, 2011; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012), legislação brasileira, estatuto social da companhia, novas oportunidades de investimentos futuros, orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e expectativas de lucros futuros (AMBROZINI, 2011) são levados em consideração pelos gestores para pagamento de dividendos.

A divergência dos resultados de estudos que utilizam dados secundários e a análise econométrica dos dados é vista pela falta de consenso na relação das variáveis e a variação do pagamento dos dividendos, por exemplo, o tamanho da empresa é positivamente relacionado com a variação dos dividendos em Fama e French (2001), Ho e Wu (2003) e Al-Najjar (2009), e negativamente relacionada em Aivazian, Booth e Cleary, (2003); já a oportunidade de crescimento é positivamente relacionada em Al-Najjar (2009) e negativamente relacionada em Fama e French (2001). Especificamente no Brasil, o lucro ou prejuízo líquido do período, os dividendos pagos em dinheiro no ano anterior, o endividamento, o investimento, o nível de controle acionário são os que possuem maior poder de explicação (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; SILVEIRA; BELLATO, 2012; VANCIN; PROCIANOY, 2014; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2014).

O que deve ser considerado para justificar a ocorrência dessas divergências nos trabalhos empíricos que destacam a política de dividendos é a exclusão de algumas variáveis importantes, evidenciando que os modelos construídos não têm abrangido um grupo específico de fatores que possa afetar a política de dividendos das empresas. Além disso, segundo Al-Najjar (2009), a utilização de diferentes métodos estatísticos nos estudos dificulta a comparação entre seus resultados. Nessa direção, este estudo busca investigar a política de dividendos sob um maior número de fatores, que serão selecionados conforme especificidade da legislação brasileira e tomando variáveis identificadas em estudos anteriores, utilizando dados secundários e análise econométrica.

A utilização de especificidades da legislação brasileira no contexto dos dividendos é justificada por fatores relativos ao ambiente de mercado em que a empresa se encontra, como tributação e leis de proteção ao investidor, e, também, à influência da política de pagamento de

dividendos (DENIS; STEPANYAN, 2009). Sobre essas políticas, no contexto das empresas brasileiras, são encontrados critérios na legislação específica que merecem ser considerados como o pagamento de dividendos mínimos obrigatórios e o pagamento de juros sobre capital próprio, por se enquadrarem no critério de proteção ao investidor e na tributação de dividendos, respectivamente.

O tratamento dos dividendos mínimos obrigatórios é estabelecido nos artigos 201 a 205 da Lei nº 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações, instruindo a apresentação de um percentual mínimo do lucro líquido ajustado para o pagamento de dividendos no estatuto social da empresa, sendo o mesmo chamado, neste estudo, de *payout* mínimo. Porém, quando o estatuto social omite o percentual mínimo de dividendos fica estabelecido 50% desse lucro para distribuição. Caso a empresa, que doravante não apresente o percentual mínimo de dividendos, decida acrescentar a regra, este não poderá ser menor do que 25% do lucro líquido ajustado.

Para remuneração dos acionistas e com caráter de dividendos, as empresas brasileiras também podem adotar o pagamento dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), que gera para a empresa pagadora benefício tributário. Este foi instituído no artigo 9º da Lei nº 9.249/95, que altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido e dá outras providências. Para fins de imposto de renda, os JSCP são tratados como despesa financeira para a empresa, enquanto que são tratados como receita financeira para o acionista. Porém, de acordo com a Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 207/1996, que dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95, os JSCP são interpretados como dividendos por configurarem distribuição de remuneração do capital próprio da empresa.

As referidas normas legais geram uma singularidade para a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto, fazendo-se necessárias adequações das teorias às especificidades. Nesse aspecto, entende-se que ao buscar investigar a variação do pagamento de dividendos e os fatores a eles relacionados deve-se utilizar a variação do *payout* em conformidade ao mínimo exigido nos estatutos sociais, e não apenas a variação do montante pago ou o dividendo por ação sem a devida referência à legislação.

Porém, nos estudos sobre a política de dividendos de empresas brasileiras foi identificado que apenas Vancin e Procianoy (2014) investigaram os fatores relacionados ao pagamento de dividendos utilizando a variação do *payout* embasados nas referidas normas. Mas, mesmo observando a singularidade normativa das empresas brasileiras, este estudo limitou-se a abordar as *proxies* de lucro, endividamento, investimento, tamanho da empresa, liquidez, instabilidade da receita (risco) e estabilidade da política de dividendos, além de adotar

um período amostral 2007 a 2011. Dessa forma, deixou lacunas tanto na investigação de outras *proxies* que possam dar robustez e melhores resultados, bem como pela não investigação de indicadores de oportunidade de crescimento, ciclo de vida, de caixa, governança corporativa e recompra de ações, que podem, de alguma forma, influenciar o pagamento de dividendos.

Diante disto, surge o seguinte questionamento: **quais fatores estariam relacionados à probabilidade dos gestores pagarem um *payout* incremental?** Essa questão parte da tese de que os fatores relacionados ao pagamento de dividendos como rentabilidade, oportunidade de crescimento, ciclo de vida, idade, tamanho, endividamento, nível de caixa, risco, concentração acionária, governança corporativa e recompra de ações possuem associação com o pagamento de *payout* incremental.

Tendo em vista a questão levantada, apresentamos os objetivos da nossa tese a seguir.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Este trabalho teve como objetivo geral investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2002 a 2013.

1.1.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo principal, este trabalho apresenta os seguintes objetivos específicos:

- a) Evidenciar a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras, quanto aos dividendos mínimos;
- b) Verificar se existe pagamento de dividendo incremental, considerando o montante efetivamente pago e o *payout* mínimo constante nos estatutos sociais das empresas brasileiras;

- c) Analisar se os fatores relacionados ao pagamento de dividendos também podem indicar o pagamento de *payout* incremental.

1.2 Justificativa

Os estudos que investigam os dividendos e a política de dividendos são em grande parte motivados pela falta de consenso entre estudiosos e a divergência dos resultados, seja pela não observação de variáveis significantes, seja pela utilização de diferentes métodos estatísticos (AL-NAJJAR, 2009). Nesse contexto, para Brealey, Myers e Allen (2008), os dividendos são considerados um dos maiores problemas de finanças, e, para que se chegue a qualquer consenso, é necessário um número maior de pesquisas empíricas e teóricas.

Os trabalhos que versam sobre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos apresentam discordância quanto à relação e à significância desses fatores para explicar as variações do pagamento de dividendos. Essa inconsonância pode ser observada, por exemplo, ao comparar os resultados de Fama e French (2001) e Al-Najjar (2009), que, mesmo encontrando relação positiva entre o tamanho da empresa e a variação dos dividendos, apresentam resultados divergentes ao analisar o fator oportunidade de crescimento.

Especificamente para estudos de dividendos de empresas brasileiras, deve-se levar em consideração o contexto peculiar decorrente das normas legais, pela especificidade da forma de pagamento, tributação diferenciada e a obrigatoriedade da distribuição de dividendos mínimos como percentual do lucro líquido ajustado, ou seja, *payout* mínimo. Dessa forma, entende-se que estudos que abordem sobre dividendos de companhias brasileiras precisam adotar como base essa questão legal, do contrário os resultados obtidos tendem a ser inadequados. Porém, pela revisão teórica, foi visto que apenas Vancin e Procionoy (2014) adotaram as características legais brasileiras ao investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos acima do mínimo estabelecido para os anos de 2007 a 2011.

As divergências de resultados sobre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e a lacuna existente pela inobservância das características normativas brasileiras são grandes motivações desta tese. Voltando-se especificamente aos dividendos mínimos obrigatórios, surgiram alguns questionamentos como: o que leva as empresas a distribuírem *payout* incremental, ou seja, acima do estabelecido? Será que os fatores relacionados ao pagamento de dividendos também podem ser associados ao *payout* incremental? Nisso, esta pesquisa tem o

intuito de contribuir para o preenchimento dos hiatos existentes no campo de estudos dos dividendos, buscando compreender a relação entre o pagamento de *payout* incremental e um conjunto de fatores relacionados à decisão de pagá-los.

A escolha dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos é norteada pelos trabalhos de Lintner (1956), Fama e French (2001), Heineberg e Procionoy (2003), DeAngelo, DeAngelo, Skinner (2008), DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), Al-Najjar (2009), Decourt (2009), Ambrozini (2011) e Vancin e Procionoy (2014), que trazem um arcabouço de resultados sobre os contextos nacional e internacional, bem como elencam fatores avaliados a partir de uma observação direta junto aos gestores, o que possibilita uma investigação mais aprofundada.

Este trabalho também se diferencia dos demais por testar as técnicas *logit* com dados em painel no período de 2002 a 2013. A utilização de dados em painel possibilita o controle de variáveis não observáveis, mas constantes ao longo do tempo, o que não pode ser feito com análise *cross-section*.

Sobre o período dos dados coletados para análise, foi escolhido o ano de 2002 como o ano inicial devido à falta de dados completos nos anos anteriores, conforme análise preliminar, já que a maioria das atas de assembleia geral ordinária é disponibilizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir de 2003. O ano de 2013 foi escolhido por ser o último ano possível de coleta de dados consolidados para finalização deste trabalho.

Do ponto de vista prático, acredita-se que este estudo poderá contribuir para que os investidores tenham uma visão mais clara da política de dividendos adotada pelas empresas e uma melhor interpretação da ocorrência de variação do pagamento dos dividendos. Também, acredita-se que o estudo pode promover um caminho para os investidores que priorizam a política de dividendos como principal critério na decisão de investimentos.

2 Referencial Teórico

Este capítulo apresenta uma revisão das teorias de política de dividendos das empresas, além de discutir os principais trabalhos empíricos que buscam identificar os fatores determinantes para o pagamento de *payout* das empresas. Também discute o tratamento legal dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio no Brasil, que são elementos fundamentais para compreender o problema de pesquisa deste trabalho.

2.1 Política de Dividendos: Teorias e Fatores de Pagamento

A decisão sobre a política de dividendos refere-se à prática adotada pela empresa sobre quanto, como e quando distribuir os lucros obtidos aos seus sócios ao longo do tempo. Em outras palavras, é a prática seguida pelos gestores a partir da decisão de pagar dividendos ou o tamanho e o padrão de distribuição de caixa ao longo do tempo aos acionistas (LEASE et al., 2000). Para Brealey, Myers e Allen (2008), os dividendos são o principal meio das empresas devolverem dinheiro aos seus acionistas.

Entretanto, essas decisões envolvem diversas questões ligadas a decisões financeiras de investimento e financiamento de capital. Para a proposição de distribuir ou não os lucros, os gestores devem considerar as necessidades de investimento nos seus projetos e quais os possíveis efeitos de suas decisões sobre o preço das ações, de maneira que a decisão tomada possa vir a maximizar a riqueza do acionista (BISHOP et al., 2000; RIBEIRO, 2010).

Segundo Al-Malkawi, Rafferty e Pillai (2010), a política de dividendos tem envolvido os gestores desde o surgimento da corporação comercial moderna e, de maneira surpreendente, continua sendo uma das questões mais contestadas em finanças. Desde a metade do último século, o estudo da política de dividendos vem tomando a atenção de escolas financeiras pela tentativa de solucionar diversas questões relativas ao assunto e formular teorias e modelos para explicar o comportamento dos dividendos corporativos. Allen, Bernardo e Welch (2000, p.1, tradução nossa) resumem o consenso atual quando concluem: "Apesar de uma série de teorias terem sido propostas na literatura para explicar a sua presença difundida, os dividendos continuam sendo um dos enigmas mais espinhosos em finanças corporativas".

Os primeiros registros de distribuição de dividendos ocorreram por volta do século XVI, iniciando com as corporações modernas e seguindo seu desenvolvimento (FRANKFURTER;

WOOD, 1997), este atrelado a fatores diversos como a realidade econômica, o risco do negócio, a taxaçoão do imposto de renda, um mercado de informações assimétricas, a preferência dos investidores e os lucros.

Em meados do século XVI, na Holanda e na Inglaterra, os capitães da vela distribuíaam a remuneração aos investidores pelo financiamento de determinada expedição marítima, e, ao final de cada viagem, todos os ativos eram liquidados e distribuídos junto com os lucros aos investidores, proporcionais ao investimento realizado por cada um, liquidando e finalizando a vida do empreendimento (FRANKFURTER; WOOD, 1997; BAKER, 2009).

Ao final do século XVI e início do século XVII, os títulos financeiros das companhias marítimas começaram a ser negociados no mercado aberto em Amsterdã, e, gradualmente, foram substituídos por ações, facilitando a participação do investidor em várias empresas e a diversificação do risco (FRANKFURTER; WOOD 1997). Com isso, as empresas de comércio marítimo tornaram-se mais comuns, adquiriram caráter de contínuas pela extinção da prática de desfazimento total dos ativos, e a remuneração dos investidores ocorria por pagamentos generosos para manter a satisfação dos acionistas em meio ao risco do negócio (BASKIN; MIRANTI, 1988).

Ainda no século XVII, os dividendos obtiveram sua regulamentação na Inglaterra, as empresas desenvolveram sua política de dividendos registrada em contrato social, atreladas à legislação e às práticas das organizações. Além disso, tornou-se prática comum às empresas restringir o pagamento de dividendos à parcela do lucro e ao risco do negócio (BASKIN; MIRANTI, 1988). Ao final do período em questão, os investidores davam maior atenção ao preço das ações pela sua alta valorização, e, pela volatilidade, os dividendos se tornaram menos importantes (BASKIN; MIRANTI, 1988).

Também por volta do século XVIII, empresas norte-americanas de manufatura, de comércio marítimo e as financeiras ascendiam com caráter de corporações modernas e com capital em ações. Porém, as empresas de manufatura e de comércio marítimo não realizavam distribuição de dividendos sob a justificativa de reinvestir todo o seu lucro para expansão. Já as empresas financeiras realizavam alto pagamento de dividendos, publicando normatização, especificando o que deveria ser pago semestralmente, calculando percentual sobre os lucros.

O século XIX foi marcado pela normatização da política de dividendos e por pagamentos elevados aos acionistas, com intuito de aproximar os investimentos em empresas privadas e de aumentar a segurança e rentabilidade dos títulos públicos, preferidos pelos investidores por serem considerados na época de menor risco, mais rentáveis, mais regulares e estáveis (FRANKFURTER; WOOD, 1997). Neste período, o pagamento dos dividendos estava

atrelado ao nível de lucro do setor econômico, à riqueza da economia e ao risco. Pela ausência de informações confiáveis, os investidores tomavam suas decisões de investimento com base no histórico de pagamento dos dividendos (BAKER, 2009).

O século XX é marcado pela introdução de um novo mercado norte-americano e pela inovação dos princípios da corporação moderna. Com a política de dividendos variando ao longo do tempo, o *payout* segue diversas tendências positivas e negativas, tornando-se motivo de discussão na academia (DENIS; STEPANYAN, 2009). Essas tendências foram divididas em quatro períodos 1900–1920, 1921–1929, 1930–1947 e 1948–1962.

O primeiro período é marcado por ocorrência de relação significativa e de crescimento dos dividendos, *dividend yield* e do lucro. Em contrapartida, os preços das ações não seguiam o mesmo ritmo de crescimento e não se observava relação significativa com os dividendos e *dividend yield*. Também há indicativos de que, em decorrência da tributação do imposto de renda, os investidores davam maior preferência ao ganho de capital do que aos dividendos (DENIS; STEPANYAN, 2009).

Os anos de 1921 a 1929 são marcados por aumento de maior magnitude no preço das ações em relação ao lucro e aos dividendos e um *payout* constante. O ano de 1929 foi marcado por forte variação do *payout* e queda do preço das ações. O terceiro período, 1930 a 1947, que perpassa pela Segunda Guerra Mundial (1939-1945), foi marcado por variações dos lucros, não acompanhado em mesma intensidade pelos dividendos. Por fim, o período de 1948 a 1962 é marcado por forte crescimento do *payout*, cerca de 6% ao ano.

O século XX, após a II Guerra Mundial, também foi marcado pelo início das discussões acadêmicas sobre a política de dividendos. No ano de 1956, John Lintner lançava as bases fundamentais do entendimento moderno da política de dividendos (BRAV et al., 2005). Lintner (1956) justifica a diferença de crescimento dos lucros e dos dividendos por uma tendência de pagamento regular de dividendos, e postula a hipótese de um *payout* ideal. Lintner (1956) é considerado o precursor dos modelos empíricos sobre a política de dividendos, que tratam sobre fatores que influenciam o seu pagamento, por ter proposto em seu estudo um modelo de ajuste dos dividendos baseado em levantamento (*survey*) (BANCEL; BATTACHARYYA; MITOO, 2009). Posteriormente, Gordon (1959) dá continuidade e discute a relevância dos dividendos para aumentar o valor da empresa.

Em sequência, Miller e Modigliani (1961) introduziram a discussão da irrelevância dos dividendos para o valor da empresa em um mercado perfeito, o que influenciou os primeiros estudos sobre os motivos e consequências do pagamento dos dividendos. As pesquisas, desde então, têm examinado imperfeições do mercado e desenvolvido diferentes paradigmas para a

política de dividendos, que incluem (mas não se limitam a) a hipótese efeito tributário (ELTON; GRUBER, 1970), a hipótese do efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961; ELTON; GRUBER, 1970), a teoria da sinalização (BATTACARYA, 1979) e a hipótese do fluxo de caixa (EASTERBROOK, 1984), que serão tratadas nos subitens a seguir.

2.1.1 Teoria da Relevância dos Dividendos

A discussão da relevância da política dos dividendos para valoração de uma empresa é considerada a mais antiga das abordagens, discutida com maior ênfase a partir da década de 1950, com Lintner (1956), seguido pelos estudos de Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959, 1963), Lintner (1962) e Watts (1973). Essa discussão é proposta em um mercado de incertezas e informações imperfeitas, em que o investidor prefere os dividendos a perspectivas incertas de lucros por ganhos de capital. Assim, o aumento do pagamento dos dividendos poderia ser associado ao aumento do valor da empresa, já que reduziria a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro.

Lintner (1956) realizou estudo voltado à Política de Dividendos, que tem implicações até os dias atuais. Nesse estudo, a avaliação da política de dividendos das empresas foi feita por meio de entrevistas com os gestores para identificação e compreensão da tomada de decisão dos mesmos e dos padrões de comportamento da política de dividendos.

Como resultados obtidos por Lintner (1956), são evidenciados quatro relevantes constatações apresentadas as seguir:

1. Os gestores são relutantes em modificar a política de dividendos devido a reações dos investidores, fazendo essas alterações quando têm a segurança de que poderá ser mantida;
2. Em consequência, há relutância em modificar a política dos dividendos, e esta não é modificada na mesma proporção da variação dos lucros contábeis, fazendo com que a série temporal seja suavizada;
3. Os gestores acreditam que seja mais relevante a constância histórica do pagamento monetário dos dividendos do que a magnitude do Índice de Pagamento dos Dividendos (*Payout ratio*);

4. A política de dividendos tem uma relação com o ciclo de vida das empresas, pois companhias mais jovens e em alto grau de crescimento pagam menos dividendos do que empresas mais maduras e com menos oportunidades de crescimento.

Além dessas quatro constatações, Lintner (1956) evidenciou que a política de dividendos se baseia em aspectos específicos da empresa e do mercado, sob o contexto atual e experiências anteriores sobre a variação dos juros, os ganhos relativos sobre o capital, a razão preço e ganho, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos ganhos, a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos, dentre outros.

Voltando-se à preferência do investidor, Gordon (1959), usando uma amostra de dados de quatro tipos de indústria (farmacêutica, alimentícia, aço, e máquinas de ferramentas) em dois anos, 1951 e 1954, observou que o investidor preferia receber seu rendimento como dividendos, do que tê-lo reinvestido pela empresa, já que, neste caso, havia incerteza do sucesso. Essa preferência é tratada como Teoria do Pássaro na mão, a “*Bird in the hand*”.

Nesse contexto, Gordon (1959) constatou também que o aumento do pagamento de dividendos pode ser associado ao aumento do valor da empresa, pois, como um aumento corrente dos dividendos reduz a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro, um alto *payout* reduzirá o custo de capital, e, por isso, aumentará o valor das ações. Isto é, altos *payout*'s maximizam o valor da empresa. Do contrário, uma redução do pagamento dos dividendos diminuiria o valor da empresa.

Para chegar à relação valor da ação e dividendos, Gordon (1959) desenvolveu um modelo em que o valor das ações pode ser derivado do valor do fluxo de dividendos descontado, levando em consideração o fator reinvestimento da empresa e a preferência dos investidores ao risco.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t} \quad (1)$$

Onde:

V_0 - é o valor da empresa;

D_t - é o dividendo pago no momento t ;

r_t - é a taxa de crescimento descontada;

t - representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

O modelo demonstra que um aumento nos dividendos aumentaria diretamente o preço das ações, tendo em vista que menores dividendos levariam a uma maior taxa de desconto r_t .

Porém, anos depois, Miller e Modigliani (1961) trouxeram uma crítica à teoria do pássaro na mão, pelo argumento do risco ser determinado pelos fluxos de caixa operacionais da empresa, não pelo caminho da distribuição do ganho. Sugeriram também que o risco da empresa afetava o nível de dividendos, não o inverso. Esse trabalho de Miller e Modigliani (1961) é conhecido como o da irrelevância dos dividendos que será discutido a seguir.

2.1.2 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Contrapondo-se à relevância dos investimentos e a Teoria do Pássaro na Mão, Miller e Modigliani (1961) argumentaram que o valor da empresa não dependia da política de dividendos ou de financiamento adotados, mas, tão somente, das oportunidades de investimentos que gerariam valor de fato. Assim, para os acionistas, seria indiferente receberem os dividendos ou terem os seus rendimentos reinvestidos, já que os ganhos futuros corrigidos seriam equivalentes ao valor presente dos dividendos.

Ainda segundo estes autores, independentemente de como a empresa distribuiria suas receitas, esse valor seria determinado pela sua capacidade básica de ganhos e suas decisões de investimento. Ou seja, investidores calculavam o valor das empresas baseados no valor capitalizado de ganhos futuros, e isso não seria afetado pelo pagamento de dividendos ou como as empresas estabeleceriam sua política de dividendos. Também afirmaram que, para um investidor, todas as políticas de dividendos seriam efetivamente as mesmas desde que estes pudessem criar uma carteira que correspondesse as suas preferências.

Tais argumentações de Miller e Modigliani (1961) foram construídas sob a perspectiva de um mercado perfeito, em que a política de dividendos não teria efeito sobre o valor da ação ou sobre o custo de capital de uma empresa e, conseqüentemente, sem efeito sobre a riqueza dos acionistas. Esse mercado, observado por Miller e Modigliani (1961) e usado para construção de suas argumentações sobre a política de dividendos, tinha as seguintes características:

- Não havia custos de transação para os investidores que optassem por ganhos de capital;
- As informações estavam disponíveis a todos os agentes gratuitamente;

- Não havia influência nos preços pelos agentes de mercado;
- Os investidores eram racionais;
- Empresas que adotavam pagamento de dividendos em excesso podiam emitir ações a um valor justo para remuneração dos acionistas sem que ocorressem custos de transação ou flutuação;
- As decisões de dividendos não afetavam as decisões sobre financiamento da empresa, e os fluxos de caixa operacionais eram constantes e independentes da política adotada;
- Quando empresas adotavam a baixa remuneração por dividendos, os administradores utilizavam os fluxos de caixa em bons projetos, não os desperdiçando em projetos ruins ou de interesses próprios.

Sob essas suposições, Miller e Modigliani (1961) apresentaram o valor atual da empresa como sendo o seu valor da empresa da data $t+1$, subtraído o nível de investimento I_{t+1} e adicionado o total da receita líquida do período, descontado a valor presente pela taxa de retorno da empresa, conforme equação 2, a seguir:

$$V_t = \frac{1}{1+r_e} [X(t) - I(t) + V(t+1)]$$

(2)

Onde:

V_t – Valor da empresa no momento t ;

I_t – Investimento no momento t ;

X_t – Total da Receita Líquida;

r_e – Taxa de retorno;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

Entretanto, os pressupostos trazidos por Miller e Modigliani (1961) não são atendidos em mercados de capitais imperfeitos, que carregam violações as características de mercado por eles propostas. Essas violações referiam-se à ocorrência de tributação dos rendimentos, custos nas transações, de um mercado incerto e de informação assimétrica com conflitos de interesses. Baker, Powele e Veit (2002) dividem as imperfeições de mercado em dois grupos, o das três grandes imperfeições e o das três pequenas imperfeições. O primeiro abrange tributação,

informação assimétrica e custo de agência; o segundo grupo é composto pelos custos de transação, despesas de flutuação e considerações comportamentais.

Com a ocorrência dessas imperfeições ou fricções no mercado, espera-se que os dividendos influenciem o valor da empresa, já que segundo os resultados dos estudos iniciais de Miller e Modigliani (1961), tais efeitos não ocorreriam. Essa observação impulsionou alguns estudos que se contrapunham à alegação de irrelevância dos dividendos, considerando as imperfeições de mercado, como pode ser visto no trabalho de Elton e Gruber (1970), que constataram que os dividendos reduzem o valor das empresas quando consideraram o efeito tributário e o efeito clientela sobre os dividendos, e, também, os resultados encontrados por Bhattacharya (1979), afirmando que os dividendos carregam em si informações que têm efeito sobre o valor da empresa. Esses trabalhos são discutidos a seguir.

2.1.3 Hipóteses do Efeito Tributário e do Efeito Clientela

Como os mercados são assimétricos, há possibilidade de influência de certas imperfeições na decisão dos investidores individuais, como os custos de transação e as taxas de tributação diferenciadas de ganhos de capital e de dividendos. Miller e Modigliani (1961) argumentaram que essas imperfeições podiam fazer investidores escolherem títulos que reduzissem esses custos. A resposta dos gestores às preferências dos acionistas, modificando sua política de dividendos, fazendo dos acionistas clientes, é chamada efeito clientela de dividendos (ELTON; GRUBER, 1970).

Mesmo não aceitando os tributos como relevantes, Miller e Modigliani (1961, p. 432) os consideram como sendo “a maior imperfeição sistemática no mercado”. No mercado imperfeito, existem tributos e estes podem influenciar de maneira significativa a política de dividendos e o valor das empresas, já que em alguns países há diferença de tratamento entre a tributação dos dividendos e dos ganhos de capital. Elton e Gruber (1970) observaram que a queda do valor das ações ex-dividendos era maior do que o valor dos dividendos distribuídos, o que foi justificada pela diferença de valor de alíquota tributária entre os dividendos e os ganhos de capital.

A hipótese do efeito tributário sugere que, quando dividendos têm maior taxa tributária do que ganhos de capital, baixos *payout's* (razão dividendos e lucros) diminuem o custo de capital próprio e aumentam o preço das ações, conseqüentemente, contribuindo para maximizar

o valor das empresas. Elton e Gruber (1970), adicionando mais uma desvantagem ao pagamento de dividendos, também alegaram que dividendos são tributados imediatamente, enquanto que tributos sobre ganhos de capital são deferidos até que as ações sejam realmente vendidas.

Por sua vez, a influência que a política de dividendos pode exercer na preferência dos acionistas, e que, conseqüentemente, geram mudanças em suas carteiras de investimento, ocasiona custos de transação. Por exemplo, investidores que utilizam os dividendos para arcar com suas despesas pessoais são atraídos por empresas que pagam altos e estáveis dividendos, pois os custos envolvidos na venda de ações podem ser significantes para eles. Já, investidores que não dependem de suas carteiras de ações para arcar com seus custos pessoais preferem baixos *payout's* para evitar os custos associados ao reinvestimento dos dividendos recebidos (AL-MALKAWI; RAFFERTY; PILLAI, 2010)

Observando os custos de transação pela ótica empresa, estes devem ser vistos sob o contexto da necessidade de financiamento de novos projetos, pois caso a retenção de lucros seja menos onerosa do que o financiamento externo, a empresa poderá preferir reter maior parcela de lucro para financiar esses novos projetos, reduzindo seu custo de capital.

2.1.4 Hipótese do Custo de Agência e o Fluxo de Caixa

Os problemas de agência ocorrem no mercado pelo fato de gestores, acionistas e credores terem interesses diferentes, o que pode levá-los a ações de interesse próprio, porém prejudiciais à empresa e aos demais *stakeholders*. Problemas de agência relacionados ao caixa da empresa podem ocorrer quando há valores em dinheiro altos e houver possibilidade dos gestores gastarem esse dinheiro imprudentemente, resultando no problema de fluxo de caixa livre, discutido inicialmente por Jensen e Meckling (1976), Easterbrook (1984) e Jensen (1986).

Em empresas nas quais acionistas não exercem o papel de gestores, pode ocorrer de estes terem propósitos divergentes, fazendo com que o gestor haja em detrimento dos próprios interesses, conduzindo ações custosas aos acionistas como excesso de gratificações, investimento em atividades gerencialmente gratificantes, porém não rentáveis, ou de retorno negativo. Para controle dos gestores, os acionistas optam por ações que possam controlá-los e monitorá-los, porém, que geram custos de agência, como os dividendos. O pagamento de dividendos pode servir para alinhar o interesse e mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas, pela redução de fundos disponíveis aos ditos gestores.

Para Easterbrook (1984), dividendos podem ser usados para reduzir fluxo de caixa à disposição dos gestores, obrigando-os a captar fundos no mercado, e fazendo com que profissionais ligados a este setor, como banqueiros e analistas financeiros, também sejam hábeis para monitorar o comportamento dos gestores.

Quanto ao conflito de interesse entre acionistas e credores, isso ocorre pelo interesse dos acionistas em receberem sempre maiores dividendos, o que poderia ser entendido como expropriação da riqueza pelos investidores, prejudicando a liquidez da empresa e, conseqüentemente, o direito dos credores. Para atenuar este conflito os credores podem exigir cláusulas que limitem o acesso dos acionistas ao fluxo de caixa da empresa e ao pagamento dos dividendos (JENSEN; MECKLING, 1976).

2.1.5 Incerteza e Assimetria da Informação (Teoria da Sinalização)

Conforme tratado anteriormente, um dos pressupostos do mercado eficiente é a disponibilidade das informações para que as decisões sejam tomadas em um contexto de certeza. Porém, conforme Akerlof (1970), o ambiente econômico incorpora uma assimetria informacional, já que algum dos agentes econômicos possui mais informações do que os outros.

Em mercados com assimetria informacional, em que os gestores precisem dar informações complementares sobre as empresas, em decorrência de informações incompletas e imprecisas à disposição dos acionistas, o fluxo de dinheiro distribuído ao investidor pode servir de base para a sua avaliação de mercado. Ou seja, os dividendos seriam uma ferramenta para os gestores transmitirem suas informações privadas ao mercado (BASKIN; MIRANTI, 1988).

Nesse contexto, Lintner (1956) argumenta que as empresas tendem a aumentar os dividendos quando gestores acreditam que os lucros aumentariam permanentemente, bem como seriam relutantes em anunciar uma redução nos dividendos pela reação negativa do mercado. Dessa forma, um aumento no *payout* é interpretado como boas notícias, por indicar aumento da rentabilidade futura e, assim, os preços reagiriam positivamente. Similarmente, uma redução nos dividendos poderia ser considerada como um sinal ruim indicando que a empresa teria baixa prospecção futura e o preço das ações reagiria desfavoravelmente.

Esta percepção do conteúdo informacional trazida pelos dividendos ocorreu em meados do século XIX (FRANKFURTER; WOOD, 1997), porém foi discutida com maior relevância

na academia por Lintner (1956), considerado precursor do assunto. Uma análise mais rigorosa foi desenvolvida por Bhattacharya (1979), que tomou como base a teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), e foi seguido por outros autores como John e Williams (1985) e Miller e Rock (1985), dentre outros.

Portanto, surgiram novas discussões com o intuito de identificar fatores que pudessem explicar o pagamento de dividendos por parte das empresas, que serão abordados a seguir.

2.1.6 Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos

Também foi observado na literatura estudos que investigam fatores que possam explicar a propensão das empresas em pagar, ou não, os dividendos. Desses estudos, Lintner (1956) foi o precursor no assunto, propondo em seu estudo um modelo de ajuste dos dividendos baseado em levantamento (*survey*) junto aos gestores das empresas (BANCEL; BATTACHARYYA; MITOO, 2009). Para Denis e Stepanyan (2009), o trabalho de Miller e Modigliani (1961) também teve relevância neste segmento, pois influenciou investigações sobre os motivos e as consequências da política de dividendos, que contrapunham seus achados. Segundo Al-Najjar (2009), a investigação de tais fatores é motivada pela falta de consenso sobre o comportamento dos dividendos e o entendimento do que determina a magnitude do *payout*.

Os trabalhos que tratam sobre tais fatores são elaborados sob duas vertentes: a investigação direta junto aos gestores por meio de questionários e entrevistas (LINTNER, 1956; DÉCOURT, 2009; AMBROZINI, 2011; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012), e por meio de dados obtidos de informações secundárias apresentadas pela empresa e no mercado, utilizando modelos econométricos para análise (FAMA; FRENCH, 2001; AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; HO; WU, 2003; OMRAM; POINTON, 2004; AL-NAJJAR, 2009; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; SILVEIRA; BELLATO 2012).

A discussão preliminar sobre fatores que possam influenciar o pagamento dos dividendos com base na tomada de decisão dos gestores foi de Lintner (1956). Este, por meio de entrevista, constatou que, para formação da política de dividendos, os gestores observam aspectos específicos da empresa e do mercado, sob o contexto atual e sob experiências anteriores, como a variação dos juros, retorno sobre o capital, a razão preço e lucro, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos lucros, a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos. Além disso, Lintner (1956) constatou que os gestores acreditam ser mais

relevante a constância do valor do pagamento do dividendo por ação do que a constância do *payout* e que estes pagam dividendos de acordo com o grau de crescimento das empresas (ciclo de vida).

Investigando especificamente os gestores brasileiros, Décourt (2009) e Décourt e Procianoy (2012) constataram que a política de dividendos é um instrumento para valoração da empresa, além de o lucro líquido do exercício e o caixa gerado serem os principais fatores para a decisão de pagar ou não dividendos. Os executivos também levam em consideração o benefício fiscal gerado para adoção dos juros sobre o capital próprio, o estágio de vida das empresas, o endividamento e o investimento. Além disso, os gestores alegaram que não adotariam uma política de dividendos em função dos acionistas, o que exclui a existência do efeito clientela.

Ambrozini (2011) também investigou quais fatores eram levados em consideração pelos gestores brasileiros. Concluiu que, em relação à decisão dos dividendos, os gestores dão maior relevância à legislação brasileira, ao estatuto social da companhia, à disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros, às novas oportunidades de investimentos futuros, ao orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e às expectativas de lucros futuros.

Quanto aos estudos que investigaram com dados secundários, foram encontrados os de Fama e French (2001), Aivazian, Booth e Cleary, (2003), Ho e Wu (2003), Omram e Pointon (2004), Al-Najjar (2009), e no Brasil, Heineberg e Procianoy (2003), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Silveira e Bellato (2012) e Vancin e Procianoy (2014). Porém, os resultados obtidos são contraditórios, por isso, não conclusivos, conforme pode ser observado a seguir.

Fama e French (2001) estimaram um modelo *logit* em que a variável dependente assume o valor um, se a empresa paga dividendos regularmente, e o valor zero, se não paga dividendos regulares. Como resultados, encontrou que o pagamento de dividendos é positivamente relacionado com o tamanho da empresa e negativamente associado com a oportunidade de crescimento. Esses fatores foram mensurados pelo logaritmo natural do ativo e pela razão *market-to-book*, respectivamente.

Aivazian, Booth e Cleary (2003), investigando empresas dos EUA e mercados emergentes, encontrou relação entre o pagamento de dividendos e as variáveis: rentabilidade, endividamento, oportunidade de crescimento *book-to-market* e composição do ativo. Sobre essas variáveis observou que empresas com alto ROE (rentabilidade) e maior razão *book-to-market* (oportunidade de crescimento) tendem pagar altos dividendos, enquanto que empresas com maior endividamento tendem a pagar menores dividendos, sugerindo que restrições

financeiras afetam a política de dividendos. Especificamente para empresas de mercados emergentes, os pesquisadores concluíram que dividendos são negativamente relacionados à tangibilidade dos ativos das empresas.

Ho e Wu (2003), realizando um estudo comparativo das políticas de dividendos do Japão e da Austrália, encontraram dados que mostram como a política de dividendos do Japão é influenciada pela liquidez e risco das empresas, admitindo-se, dessa forma, as teorias de agência, da sinalização dos custos de transação. Por sua vez, na Austrália, o tamanho da empresa influencia positivamente o pagamento de dividendos e a pertença a determinado setor industrial influencia a política de dividendos.

Omram e Pointon (2004) também investigaram as variáveis que poderiam influenciar a política de dividendos, porém separando as empresas conforme o estado de negociação ativa, ou não, no mercado de ações do Egito. Conforme seus resultados, o *payout* de empresas com negociação ativa se relaciona negativamente com o endividamento e a razão *book-to-market*. Por outro lado, o *payout* das empresas com negociação não ativa tem uma relação negativa com alavancagem, tangibilidade e tamanho da empresa (mensurada pelo valor de mercado), e positiva com o risco de negócio, *market-to-book* e o tamanho da empresa quando mensurado pelo total dos ativos. Utilizando a amostra completa, composta por empresas com negociação ativa e negociação não ativa, o *payout* tem relação positiva com o tamanho da empresa (mensurado pelo valor de mercado), e relação negativa com tamanho da empresa (mensurado pelo total de ativos). Além disso, os autores encontraram que a redução dos dividendos pagos está associada à falta de liquidez e à baixa rentabilidade geral.

DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) replicaram o estudo de Fama e French (2001), incluindo o ciclo de vida, pela razão lucros retidos e valor contábil do patrimônio líquido, e encontraram uma relação positiva entre esta razão e a propensão da empresa em pagar dividendos.

Além desses fatores, a recompra de ações tem sido cada vez mais usada como uma substituta do pagamento dos dividendos nos EUA, sob a justificativa de apresentar menores custos e flexibilidade em relação ao pagamento dos dividendos (SKINNER, 2008). Sendo utilizada por empresas menores e com lucros menos estáveis, a recompra de ações se ajusta rapidamente à variação dos lucros, enquanto que a relação entre os lucros e os dividendos tem se tornado mais fraca (SKINNER, 2008).

Al-Najjar (2009) testou as variáveis liquidez, retorno sobre o patrimônio líquido, endividamento, controle de propriedade, tamanho da empresa e o risco de negócio. Seus resultados mostraram que há probabilidade de aumento no pagamento dos dividendos com o

aumento da rentabilidade, oportunidades de crescimento e tamanho da empresa e com a redução do endividamento, da concentração de propriedade e do risco do negócio. Porém, não encontrou relação entre a liquidez e a probabilidade de pagar dividendos.

Analisando o mercado brasileiro, Heineberg e Procianoy (2003), sob a perspectiva de fluxo de caixa livre, investigaram a relevância das variáveis histórico do pagamento de dividendos, lucros/prejuízos, inflação, endividamento, setor industrial, tamanho de empresa e oportunidades de investimento/crescimento sobre política de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Esses autores identificaram que o valor do lucro ou prejuízo líquido e os dividendos pagos em dinheiro no ano anterior são os que possuem maior poder de explicação do pagamento de dividendos.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) avaliaram o efeito da assimetria de informações, dos custos de agência e da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de *payout*, este calculado pela razão dos dividendos médios pagos pelo lucro líquido médio do período. Como resultado, constataram que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta com o aumento das oportunidades de crescimento, do tamanho da empresa, do caixa obtido no período e com a redução do endividamento e da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa. Também observaram que, controlando as empresas por níveis de assimetria de informação, a concentração de propriedade pelo acionista controlador se relaciona negativamente com a política de proventos, o que contradiz a teoria dos custos de agência.

Silveira e Bellato (2012) avaliaram se o controle da empresa, sob a perspectiva de que a alta concentração de ações ordinárias a posse de por parte dos acionistas controladores, influencia a política de dividendos, mensurada pelo *payout* e *dividend yield*. Os resultados encontrados, mesmo não sendo conclusivos, reforçam a percepção de que empresas com maiores controles acionários distribuem menor parte dos lucros do que empresas com ações ordinárias mais pulverizadas. Com isso, sugeriram que a emissão de ações sem direito a voto em empresas com maior concentração de controle pode gerar conflitos de interesses entre os vários tipos de acionistas, pois os acionistas controladores podem optar por favorecimento próprio.

Vancin e Procianoy (2014) investigaram os fatores de dividendos que levam as empresas brasileiras de capital aberto a pagar dividendos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais. Os autores encontraram que as variáveis endividamento, investimento, dispersão e estabilidade da política de dividendos influenciam o pagamento de proventos acima do mínimo estabelecido.

O Quadro 1 sintetiza o resultado das relações obtidas entre as variáveis que influenciaram o pagamento de dividendos nos estudos descritos acima.

Quadro 1 (2) – Evidências empíricas dos fatores relacionados ao pagamentos de dividendos

Variáveis	Relação como pagamento de dividendos	Evidências Empíricas
Rentabilidade	Positiva	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Heineberg e Procionoy (2003) - Omram e Pointon (2004) - Al-Najjar (2009) - Vancin e Procionoy (2014)
Oportunidade de Crescimento	Positiva	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Al-Najjar (2009)
	Negativa	- Fama e French (2001) - Omram e Pointon (2004) - DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) - Vancin e Procionoy (2014)
Ciclo de Vida	Positiva	- DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006)
	Negativa	-
Tamanho da Empresa	Positiva	- Fama e French (2001); - Ho e Wu (2003) - DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Al-Najjar (2009)
	Negativa	- Omram e Pointon (2004)
Endividamento	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Omram e Pointon (2004) - Al-Najjar (2009) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Vancin e Procionoy (2014)
Fluxo de Caixa	Positiva	- Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Vancin e Procionoy (2014)
	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Omram e Pointon (2004)
Risco	Positiva	- Vancin e Procionoy (2014)
	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Al-Najjar (2009)
Controle acionário	Negativa	- Al-Najjar (2009) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Silveira e Bellato (2012)
Governança Corporativa	Negativa	- Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Recuperação	Negativa	- Skinner (2008)

Portanto, diferentes fatores foram relacionados ao pagamento de dividendos. Essa diversidade de resultados ocorre pela complexidade do assunto, por não existir uma relação precisa entre as variáveis investigadas e a política de dividendos das empresas e pela ausência de trabalhos que possam ser conclusivos sobre o tema. Porém, é importante que novos trabalhos

empíricos sejam realizados, pois podem trazer novas informações sobre os fatores relacionados à política de dividendos (AL-NAJJAR,2009).

Dessa forma, neste estudo, são selecionados alguns dos indicadores utilizados em pesquisas anteriores, bem como as especificidades da legislação brasileira referentes à política de dividendos, com o intuito de alcançar o objetivo deste trabalho.

Importante ressaltar que o uso de normas legais é oportuno, pois, conforme Denis e Stepanyan (2009) apontaram, a obrigatoriedade legal pode ser vista como um dos fatores que explica a propensão das empresas pagarem dividendos.

2.2 Tratamento Legal dos Dividendos e dos Juros Sobre o Capital Próprio no Brasil

Neste tópico, discute-se sobre o tratamento legal dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio no Brasil, tendo em vista a sua peculiaridade, conforme a Lei nº 6.404/76, a Lei nº 9.249/95 e as normas do Comitê de Pronunciamentos Contábeis e Comissão de Valores Mobiliários.

A Lei nº 6.404/76 apresenta as obrigatoriedades a respeito das empresas de capital aberto, dentre essas, o tratamento a ser dado à distribuição dos lucros aos sócios através dos dividendos. Para tratamento dos dividendos, encontramos nos artigos 201 a 205 da Seção III, Capítulo XVI, dados de sua origem, dividendos obrigatórios, dividendos de ações preferenciais, dividendos intermediários e pagamento de dividendos.

Os dividendos, conforme artigo 201, podem ser originados do lucro líquido do exercício, dos lucros acumulados, das reservas de lucros e da conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais.

O artigo 202 trata do dividendo mínimo obrigatório, que equivale a um percentual do lucro descrito no estatuto social da empresa. Quando ocorrer omissão do estatuto social da companhia, as empresas devem distribuir pelo menos 50% do lucro líquido ajustado do exercício ajustado como dividendo mínimo obrigatório. Vale destacar que para empresa que omite a distribuição de dividendo mínimo obrigatório de seu estatuto social e que resolva acrescentar esta regra, a distribuição mínima deverá ser de 25% do lucro líquido ajustado do exercício.

Para se chegar ao Lucro Líquido Ajustado, que é adotado como base de cálculo dos dividendos, segue-se o esquema do Quadro 2:

Quadro 2 (2) – Metodologia Resumida de Cálculo do Lucro Líquido Ajustado, baseado na Lei nº 6.404/76

Resultado do Exercício	
(-)	Prejuízos Acumulados
(-)	Provisão para IR
(-)	Participações Estatutárias
(=)	Lucro Líquido do Exercício
(-)	Reserva legal
(+/-)	Reserva para contingência
(+/-)	Reservas de incentivos fiscais
(+/-)	Ajustes de Exercícios Anteriores
(=)	Lucro Líquido Ajustado (LLA)

Ainda conforme o artigo 202, Inciso II, o pagamento dos dividendos, pode ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença entre o dividendo mínimo obrigatório e o montante do lucro líquido realizado seja registrada como reserva de lucros a realizar. Por fim, é considerada realizada a parcela do lucro líquido do exercício que exceder da soma do resultado líquido positivo da equivalência patrimonial (art. 248) e do lucro, ganho ou rendimento em operações cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte.

Também com caráter de dividendos, têm-se os Juros sobre o Capital Próprio (JSCP), instituído de maneira facultativa às companhias abertas. Os JSCP vigoram desde 1º de janeiro de 1996, pela Lei nº 9.249/95, artigo 9º, parágrafo 7º, a qual possibilitou às empresas regidas pela Lei nº 6.404/76, deduzir essa remuneração do valor dos dividendos. Segundo Colombo (2011), os JSCP, ou melhor, o mecanismo dos JSCP, demonstra ser uma exclusividade brasileira, o que peculiariza a nossa legislação quanto aos dividendos.

Quanto ao tratamento contábil e fiscal dos JSCP, são considerados despesas dedutíveis do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido para a empresa pagadora. Porém, vale trazer que os limites de dedutibilidade como despesa do IR e CSLL, conforme Artigo 347, § 1º do RIR/1999 é 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do período de apuração a que corresponder o pagamento ou crédito dos juros, após a dedução da CSLL e antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros.

Para limite de cálculo do JSCP, deve-se também levar em consideração, para efeito de apuração do IR e CSLL, que o montante é obtido, em princípio, aplicando-se ao valor do patrimônio líquido, subtraídos os valores ainda existentes de Reserva de Reavaliação, um percentual limitado à variação *pro rata* dia da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)².

² Para aprofundamento, sugere-se Lagioia, Maciel e Libonati (2008).

Porém, esta certeza de economia pode não ocorrer com os acionistas beneficiários dos JSCP, conforme sua natureza jurídica e regime tributário, pois o pagamento de JSCP pode levar maior ônus ao recebedor, conforme seu enquadramento tributário. Pelo pagamento de JSCP, a empresa recebedora deve calcular o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), utilizando uma alíquota de 15%. Esse valor, se pessoa jurídica isenta de impostos ou pessoa física, deve ser considerado como tributação definitiva. Se pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou arbitrado, os JSCP integrará a base de cálculo do IRPJ. Nesta situação, o IRRF sobre juros será considerado como antecipação do imposto devido no período de apuração, além de incidir a taxa do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) (COLOMBO, 2011).

Se pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o IRRF será considerado como antecipação do imposto devido, e os JSCP deverão ser registrados como receita financeira, integrando a base de cálculo para IRPJ, CSLL, PIS e COFINS. Devem ser considerados também que, quando o acionista for constituído sob a forma de Fundos de Investimentos, Clubes de Investimentos, Carteiras Administradas e qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo, a alíquota de imposto de renda é zero, ou seja, não haverá incidência de IR sobre os JSCP (COLOMBO, 2011)³.

Ainda sobre os JSCP, nos termos do inciso IV da Deliberação CVM 683/12,

os juros pagos ou creditados, a título de remuneração do capital próprio, somente poderão ser imputados ao dividendo obrigatório (Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, art. 9º, §7º), previsto no art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte.

Voltando-se ao tratamento Contábil dos JSCP dado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis e a Comissão de Valores Mobiliários, nos documentos CPC 09 e Deliberação CVM nº 207/1996, respectivamente, estes versam que os JSCP, mesmo sendo tratados pelo termo “juros” se assemelham aos dividendos, já que configura distribuição de remuneração do capital próprio da empresa, figura resultado e não despesa. Além disso, a CVM destaca que o não tratamento dos JSCP como distribuição de resultado prejudicaria a comparabilidade entre os resultados das companhias abertas, e, com isso, provocaria reflexos nas participações e destinações calculadas sobre o lucro das empresas.

³ Para aprofundamento, consultar COLOMBO (2011).

2.2.1 O Payout Estatutário

Como determinado pela Lei das S.A., as empresas devem distribuir um dividendo obrigatório, mensurado como *payout*. Para chegar ao *payout* pago pelas empresas, conforme a Lei das S.A., deve-se tomar a razão do total dos dividendos distribuídos, somatório dos JSCP líquido do IRRF e do valor dos dividendos, pelo Lucro Líquido Ajustado, como segue na (3):

$$\text{Payout Distribuído} = \frac{\text{JSCP Líquido} + \text{Dividendos Pagos}}{\text{LLA}} \quad (3)$$

Onde:

JSCP Líquido – juros sobre capital próprio distribuído descontado o valor do Imposto de Renda Retido na Fonte;

Dividendos Pagos – dividendos distribuídos

LLA – Lucro Líquido ajustado, conforme Quadro 2 apresentado no item 2.2

Por sua vez, como há um percentual de *payout* mínimo obrigatório determinado no estatuto social das empresas, entende-se que a análise do pagamento de dividendos deve partir deste parâmetro. Partindo dessa perspectiva, neste estudo quando a empresa distribui dividendos, este pode corresponder a um:

- I) *Payout* Mínimo – equivale ao percentual estabelecido no estatuto social.
- II) *Patout* Incremental – percentual pago acima do estabelecido no estatuto social.
- III) *Payout* Reduzido – quando os dividendos distribuídos estiverem abaixo do estabelecido no estatuto social.

Porém, a grande maioria dos estudos realizados anteriormente não se referencia pelo *payout* mínimo estabelecido nos estatutos sociais. Também não se pode afirmar que exista consenso sobre a relação de fatores e o pagamento de dividendos pelas empresas, ou mesmo de pagamentos de dividendos incrementais para os acionistas, que é objeto deste estudo. No caso do Brasil, esta discussão torna-se mais interessante, pois existe a possibilidade legal de haver pagamentos de Juros sobre o Capital Próprio, que tem o mesmo efeito do pagamento de

dividendos e que serão considerados nesta pesquisa, conforme os procedimentos metodológicos apresentados no capítulo seguinte.

3 Procedimentos Metodológicos

Neste capítulo, são apresentados os procedimentos que foram utilizados para investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras de capital aberto, negociadas na BM&F Bovespa, que é o objetivo desta pesquisa. Inicialmente a pesquisa é classificada segundo a abordagem adotada e definida a amostra. Em seguida, é apresentada a fonte da coleta dos dados, a definição e operacionalização das variáveis do estudo e as técnicas de análise propostas para atingir o objeto da pesquisa.

3.1 Delineamento da Pesquisa

O delineamento da pesquisa, também chamado de planejamento da pesquisa, refere-se aos princípios norteadores do trabalho, que abrange a natureza da pesquisa, os objetivos, as técnicas de captação de dados, o tipo de amostra, a abordagem do problema, os procedimentos técnicos e o tempo de pesquisa (GIL, 1996; SILVA; MENEZES, 2001; COOPER; SCHINDLER, 2008).

Tendo em vista a natureza prática desse estudo, com a possibilidade de utilizar os resultados obtidos pelos investidores para tomada de decisão em investimentos, é classificado como Pesquisa Aplicada.

Quanto aos objetivos deste estudo, a pesquisa pode ser classificada como explicativa, pois está direcionada à identificação de fatores relacionados à ocorrência de determinado fenômeno, o pagamento de *payout* incremental, buscando aprofundar o conhecimento sobre os dividendos e, de posse dessas informações, descrever as características das empresas estudadas.

Os dados utilizados foram levantados a partir da captação secundária, por terem sido extraídos dos estatutos sociais, das atas de assembleia geral ordinária e extraordinária das empresas estudadas, nos demonstrativos contábeis e no banco de dados Economatica®. Por sua vez, esses dados coletados referem-se a fatos ocorridos, o que impossibilita a interferência da pesquisadora, o que enquadra o estudo como *ex post facto* (COOPER; SCHINDLER, 2008). Também se utilizaram tratamentos estatísticos e técnicas econométricas para obtenção dos resultados.

Por conseguinte, como se objetiva explicar a relação *payout* incremental e os fatores relacionados ao pagamento de dividendos em uma dimensão temporal, de maneira comparativa,

observando e acompanhando as variações no decorrer do tempo, este estudo é enquadrado como causal e longitudinal.

3.2 Definição da População e da Amostra

A população correspondeu às empresas brasileiras de capital aberto que negociavam suas ações na BM&FBovespa no período de coleta de dados, as quais apresentavam registro ativo e constavam na base de dados Economatica®.

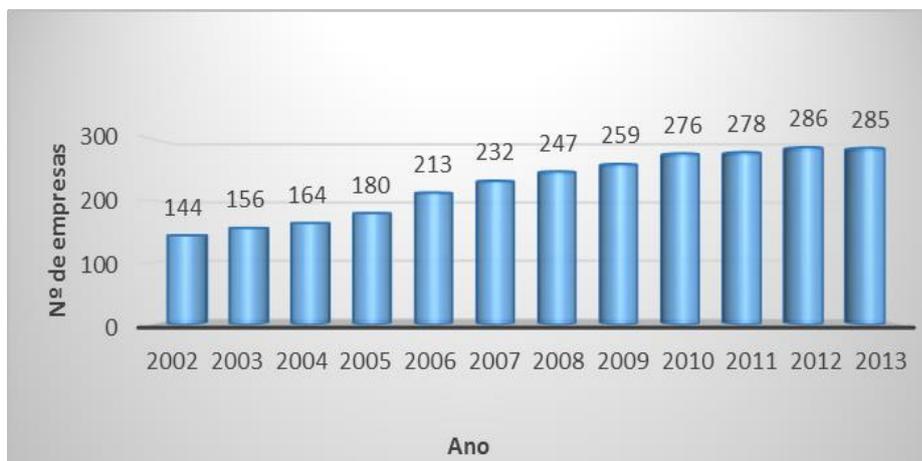
Dessas empresas, para compor a amostra final foram retiradas companhias conforme os seguintes critérios:

- a) Empresas que não apresentaram informações contábeis, econômicas e financeiras necessárias à formação das variáveis;
- b) Ausência de informações sobre sua política e/ou distribuição de dividendos;
- c) Falta de informações que impossibilitassem a formação da base de cálculo do lucro líquido ajustado;
- d) Empresas com patrimônio líquido negativo.

Vale ainda ressaltar que foram mantidas as empresas do setor de finanças e seguros por não alterar os resultados encontrados.

Após as exclusões, seguindo os critérios estabelecidos, foi obtida uma amostra formada por 287 empresas, totalizando 2720 observações, distribuídas entre os anos de 2002 a 2013, como apresentado na Figura 1.

Figura 1 (3) – Distribuição da amostra total por anos



Para conhecimento da participação dos setores da economia, tomando a classificação da base de Economatica®, é apresentado na Tabela 1 o percentual de empresas de cada setor, por ano pesquisado.

Tabela 1 (3) – Distribuição da amostra por setor econômico

Setor Econômico	Amostra (%)												Total
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Agro & Pesca	-	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Alimentos e Bebidas	2	2	2	3	4	4	4	4	4	4	5	5	4
Comércio	6	6	6	6	6	5	5	5	6	6	6	6	6
Construção	6	6	7	7	9	9	9	8	8	8	8	8	8
Eletroeletrônica	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	2	2
Energia Elétrica	14	14	14	14	14	13	13	12	12	12	12	12	13
Finanças e Seguros	5	6	5	6	6	7	8	8	8	8	8	8	7
Maquinaria Industrial	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Minerais não Metálicos	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1
Mineração	2	2	2	2	1	1	1	2	1	1	1	1	2
Papel e Celulose	3	3	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	2
Petróleo e Gás	3	3	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2
Química	3	3	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Siderurgia & Metalurgia	10	10	9	9	8	6	7	7	6	6	6	6	7
Software e Dados	-	-	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Telecomunicações	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Têxtil	11	10	11	10	9	9	8	8	8	8	7	7	9
Transporte Serviço	2	3	3	3	4	3	4	3	3	3	3	4	3
Veículos e Peças	6	5	5	5	4	4	4	4	4	4	3	4	4
Outros	19	21	20	21	20	21	22	22	23	23	23	24	22
Total de Empresas	144	156	164	180	213	232	247	259	276	278	286	285	2720

Segundo os dados apresentados, a maior concentração percentual de empresas ocorre no grupo de energia elétrica. Por sua vez, os setores *software* de dados, mineração, minerais não metálicos, agro e pesca e minério são os que possuem menor percentual de participação da amostra.

3.3 Coleta de Dados

Os dados utilizados neste estudo são secundários e coletados na base de dados do sistema Economatica® e nas páginas eletrônicas da CVM, da BM&FBovespa e das empresas. Todos os dados são anuais, obedecendo ao final do calendário civil e abrangendo o período de 2002 a 2013. Os dados foram coletados entre agosto de 2014 e fevereiro de 2015.

A base de dados do Sistema Economatica® foi utilizada para coleta dos dados contábeis e financeiros e de mercado das empresas, com o intuito de chegar aos fatores relacionados ao pagamento de dividendos.

As páginas eletrônicas da CVM e da Bolsa de Valores de São Paulo foram utilizadas para acesso aos estatutos sociais, atas de assembleia das empresas estudadas e Demonstrações do Patrimônio Líquido. No estatuto social das empresas, são examinadas e extraídas informações referentes à política de pagamento de dividendos, o que inclui o *payout* mínimo e a forma de pagamento (se dividendos e/ou juros sobre capital próprio). Nas atas de assembleia geral e nas Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido, foram investigados o lucro líquido ajustado e/ou as informações necessárias ao seu cálculo conforme a Lei nº 6.404/76⁴, além de informações relevantes sobre o pagamento, a forma e o montante dos dividendos para cada ano e empresa analisada.

Ainda sobre a coleta de informações nas atas de assembleia e da Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), esta última apenas foi utilizada quando as atas não eram claras, e, em situações em que as informações entre essas eram divergentes, priorizou-se as atas. Essa falta de clareza e divergência ocorreu principalmente entre os anos de 2002 a 2008.

Por fim, os *sites* das empresas foram utilizados para levantar seu tempo de existência, formando a variável idade.

⁴ A metodologia de cálculo do LLA é apresentada no Quadro 2, página 36.

3.4 Definição e Operacionalização das Variáveis

De posse dos dados extraídos da base de dados Economatica®, dos estatutos sociais, das atas de assembleia, das DMPL de todos os anos e empresas e suas respectivas idades, foram calculadas as variáveis utilizadas neste estudo, as quais são apresentadas a seguir.

3.4.1 Variáveis Dependentes

As variáveis dependentes utilizadas são dicotômicas, denominadas *PgDiv* e *PayoutI*.

PgDiv - uma variável binária que recebe o valor de 1 se a empresa pagou dividendos e 0, do contrário, e é utilizada para mensurar a probabilidade da empresa pagar dividendos.

PayoutI - uma variável binária que recebe o valor de 1 se os dividendos pagos forem incrementais e 0, do contrário, e é adotada para mensurar a probabilidade da empresa distribuir *payout* incremental.

Para chegar a essas variáveis, foram realizados os procedimentos descritos a seguir:

1. Levantamento nos estatutos sociais do *payout* mínimo a ser distribuído obrigatoriamente pelas empresas a cada exercício social;
2. Evidenciação pelas atas de assembleia do Lucro Líquido Ajustado, dos dividendos e dos JSCP, líquido do IRRF, distribuídos em cada ano;
3. Identificação das empresas que distribuíram dividendos. Empresas que distribuíram dividendos receberam o valor de 1 e 0, do contrário, formando assim a variável *dummy* identificadora de dividendos, denominada *PgDiv*.
4. Mensuração do *Payout* distribuído, tomando a razão dos dividendos totais pelo LLA;
5. Comparação do *Payout* distribuído pelas empresas com o estabelecido no estatuto social. Assim, se a empresa pagou dividendos acima do mínimo, receberá o valor de 1, do contrário, 0, formando-se, assim a variável *dummy PayoutI*;
6. De maneira complementar também foram identificadas as empresas que distribuíram dividendos mínimos e reduzidos.

3.4.2 Variáveis Independentes

As variáveis explicativas referem-se às *proxies* de Rentabilidade, Oportunidade de Crescimento, Ciclo de Vida, Idade, Tamanho, Endividamento, Caixa, Risco, Governança Corporativa e a Recompra de Ações. A seleção das mesmas foi feita a partir da análise das teorias de dividendos e dos estudos anteriores que discutiram os fatores relacionados ao pagamento de dividendos (FAMA, FRENCH, 2001; DEANGELO, DEANGELO, STULZ, 2006; SKINNER, 2008; DENIS; OSOBOV, 2009; VANCIN; PROCIANOY 2014):

a) Rentabilidade

As variáveis de rentabilidade foram empregadas para investigar se empresas mais rentáveis tendiam a pagar maiores dividendos. Para essa variável, foi adotado o indicador Retorno sobre o total do Ativo (ROA), e para verificar a robustez dos resultados, foi utilizado o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Estas variáveis foram utilizadas por Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), Denis e Osobov (2009).

$$\bullet \quad ROA = \frac{LL_{it}}{AT_{it}} \quad (4)$$

$$\bullet \quad ROE = \frac{LL_{it}}{PL_{it}} \quad (5)$$

Sendo:

LL – lucro líquido da empresas;

AT – ativo total da empresa;

PL – patrimônio líquido da empresa;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

b) Oportunidade de Crescimento

Empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a pagar menores dividendos do que aquelas com menos oportunidades de crescimento, pela instabilidade de seu desempenho e por reterem maiores proporções dos seus lucros para aplicação em projetos.

Para mensurar a oportunidade de crescimento, foi utilizada a variação percentual do ativo total ($VarAt$). Para testar a sua robustez foram utilizadas duas variáveis: a razão do valor de mercado dos ativos pelo valor contábil do ativo total ($VtAt$) e a taxa de variação da receita (Sgr), como em Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2009).

$$\bullet \quad VarAt = \frac{AT_{it} - AT_{it-1}}{AT_{it-1}} \quad (6)$$

$$\bullet \quad VtAt = \frac{(AT_{it} - PL_{it}) + VMPL_{it}}{AT_{it}} \quad (7)$$

$$\bullet \quad SGR = \frac{RL_{it} - RL_{it-1}}{RL_{it-1}} \quad (8)$$

Sendo:

AT – ativo total da empresa;

PL – patrimônio líquido da empresa;

VMPL – Valor de Mercado do Patrimônio Líquido;

RL – Receita Líquida;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

c) Ciclo de Vida

Empresas mais maduras assim como empresas maiores e mais rentáveis tendem a pagar maiores dividendos do que empresas mais jovens. Como indicador do ciclo de vida foram adotadas a razão do valor contábil dos lucros retidos pelo valor contábil do patrimônio líquido, denominada $MixPl$, bem como a razão do valor contábil dos lucros retidos pelo ativo total, $MixAt$. Ambas forma propostas por DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), os quais alegam que são *proxies* lógicas para o estágio do ciclo de vida em que uma empresa se encontra porque mensuram a dimensão de autofinanciamento da empresa ou sua dependência de capital externo.

Os mesmos defendem que empresas com baixo *MixPl* (*MixAt*) tendem a ter seu capital em estágio de menor amadurecimento, enquanto que empresas com maior *MixPl* (*MixAt*) tendem a ser mais maduras, com maiores lucros acumulados, o que fazem com que se auto financiem mais, sendo, portanto, boas candidatas a pagar dividendos. Para adequar a realidade brasileira para o *MixPl*, foram adotadas as contas patrimoniais a Reservas de Lucro, e Patrimônio líquido e para o *MixAt*, a conta reserva de lucro e o ativo total.

- $$MixPl = LR_{it} / PL_{it} \quad (9)$$

- $$MixAt = LR_{it} / AT_{it} \quad (10)$$

Sendo:

AT – ativo total da empresa;

PL – patrimônio líquido da empresa;

LR – Lucros Retidos;

i – representa a *i*-ésima empresa , para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o *t*-ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

d) Idade

A idade das empresas é adotada sob o pressuposto de que empresas mais jovens pagam menores dividendos do que empresas mais velhas. Para mensurar a idade das empresas foi observado o ano do seu surgimento e comparado ao ano base. A variável idade foi considerada à parte do Ciclo de Vida por entender que empresas podem alcançar a maturidade em períodos diferentes, como também pode haver períodos em que haja maior retenção de lucros do que em outros durante sua existência.

- Tempo de existência da empresa – *Idade* = $Ano_t - Ano \text{ de fundação} \quad (11)$

Sendo:

t – representa o *t*-ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots,$

e) Tamanho

Empresas menores tendem a pagar menores dividendos do que empresas maiores, assim como empresas maiores são mais prováveis de pagar dividendos maiores. Isso em decorrência das empresas maiores terem maiores recursos para distribuição de proventos e menores dificuldades de crédito, caso seja necessário. O tamanho da empresa, seguindo Fama e French (2001) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), é mensurado pelo logaritmo natural do valor total do ativo.

- $Tam = \ln At_{it}$ (12)

Sendo

Ln – Logaritmo natural;

AT – ativo total da empresa;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

f) Endividamento

Empresas menos endividadas são mais propensas a pagar mais dividendos aos seus acionistas do que empresas mais endividadas. Essa alegação pode ser justificada tanto por parte de seus recursos estarem destinados ao pagamento das dívidas, o que reduz os recursos que podem ser distribuídos como dividendos, bem como pela exigência de limitação do montante de dividendos por parte dos financiadores da empresa, com o intuito de preservar o caixa da empresa financiada para garantia do pagamento de suas dívidas. Para mensurar o endividamento da empresa, foi adotado o indicador Endividamento do ativo, mensurado pela razão do valor contábil do capital de terceiros pelo ativo total. A escolha desta *proxy* pode ser justificada pela sua relação monotônica com o pagamento de dividendos (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006). Além disso, segundo Soares e Procianny (2000), o índice endividamento do ativo, diferente dos outros índices de endividamento, possibilita relacionar a aplicação do capital de terceiros, e, ao analisá-lo no mercado brasileiro, os autores observaram que este apresenta melhor nível de significância do que outros indicadores como:

$$\bullet \quad \text{Endiv} = \frac{PC_{it} + PNC_{it}}{AT_{it}} \quad (13)$$

Sendo:

PC – passivo circulante;

PNC – passivo não circulante;

AT – ativo total da empresa;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

g) Proporção do Caixa

Empresas com maiores proporções de caixa tendem a distribuir maiores dividendos, seja para redução do excesso de caixa, seja para minimizar os conflitos de agência entre acionistas e gestores e entre acionistas majoritários e minoritários (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; DENIS; OSOBOV, 2009). DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2009) utilizaram a razão caixa pelo ativo total, e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), a razão do lucro antes dos juros, imposto, amortização e depreciação pelo ativo total. Porém, neste estudo para mensurar esta variável foi escolhida a proporção do somatório do caixa e do equivalente a caixa em relação ao ativo total. O somatório do caixa e do equivalente a caixa foi escolhido para melhor adequação à legislação brasileira, pois, assim, é considerado para elaboração da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).

Dessa forma, chega-se a seguinte *proxy*:

$$\bullet \quad CxAt = Cx_{it} / AT_{it} \quad (14)$$

Sendo:

Cx – Somatório dos valores de Caixa e equivalente a caixa;

AT – ativo total da empresa;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

h) Risco

Variáveis de risco são adotadas porque historicamente a política de distribuição de dividendos esteve atrelada ao risco do negócio e da economia (FRANKFURTER; WOOD, 1997; BAKER, 2009; DENIS; STEPANYAN, 2009). Com isso, empresas pertencentes a segmentos econômicos mais arriscados tendem a pagar maiores dividendos.

Para mensurar o risco da empresa, é utilizada a instabilidade da receita, calculada pelo desvio padrão do logaritmo natural da receita operacional, sob a justificativa de que empresas com receitas menos estáveis são propensas a pagar menores dividendos (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; VANCIN; PROCIANOY, 2014).

$$\bullet \quad Instrec = \sigma \left[\sum_{t=1}^4 \overline{\ln RL}_i \right] \quad (15)$$

Onde:

RL – Receita Operacional Líquida;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

i) Concentração Acionária

Empresas com controle acionário concentrado em poucos investidores têm a propensão de pagar menores dividendos e favorecer os acionistas majoritários (AL-NAJJAR, 2009), como indica a teoria da agência. Para avaliar a concentração acionária, este estudo tomou o percentual de ações possuído pelo acionista majoritário, como realizado por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), os quais encontraram uma relação negativa entre a concentração acionária e o pagamento de proventos.

$$AcMaj = \frac{\text{Número de Ações do Acionista Majoritário}_{it}}{\text{Total de Ações com direito a voto}_{it}} \quad (16)$$

Sendo:

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

j) Governança Corporativa

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) investigaram a relação do nível de assimetria informacional e o percentual de *payout*, e, dentre as variáveis utilizadas, está a indicação de níveis diferenciados de governança corporativa. Constataram que empresas com maior de assimetria informacional, ou seja, com menores níveis de governança corporativa, tendem a pagar maiores dividendos.

Carneiro et al. (2014) encontraram relação entre o pagamento de *payout* e os níveis diferenciados de governança corporativa, pois empresas classificadas em maiores níveis de governança corporativa tenderam a distribuir entre os anos de 2010 e 2013 o *payout* mínimo estabelecido em seus estatutos sociais.

Para averiguar se empresas pertencentes a níveis diferenciados de governança corporativa são mais prováveis de distribuir dividendos incrementais, ou não, é adotada uma variável *dummy* que recebe o valor de 1 se pertencer a algum grupo de Governança Corporativa, e 0, do contrário.

- GC = Variável *dummy*, que recebe o valor de 1 se a empresa pertence a algum nível diferenciado de governança corporativa e 0, do contrário.

k) Recompra de Ações

A redução no número de ações, realizada pela recompra de ações, pode ser utilizada para aumentar a remuneração aos acionistas, pois essa redução, sob a perspectiva de distribuição do montante de dividendos a uma parcela menor de investidores, possibilita o aumento do valor do dividendo por ação. Além disso, pelos seus menores custos e flexibilidade em relação aos dividendos, a recompra de ações se ajusta rapidamente à variação dos lucros (SKINNER, 2008). Para este estudo, a variável recompra foi uma variável *dummy*, a qual identifica se a empresa realizou ou não recompra em determinado ano.

- *Recompra* = a variável *dummy* para apontar se uma empresa realizou recompra de ações, recebeu o valor de 1 se a empresa realizou recompra de ações e 0, do contrário.

Discutidas as variáveis e *proxies* deste estudo, segue-se com o Quadro 3 no qual estas são apresentadas resumidamente, com seus respectivos indicadores, operacionalização e os estudos que as utilizaram.

Quadro 3 (3) – Resumo das Variáveis

Variável	Proxy	Operacionalização	Sinal Esperado	Fonte
Rentabilidade	<i>ROA</i>	LL_{it}/AT_{it}	Positivo	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)
	<i>ROE</i>	LL_{it}/PL_{it}	Positivo	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)
Oportunidade de Crescimento	<i>VtAt</i>	$\frac{(AT_{it} - PL_{it}) + VMPL_{it}}{AT_{it}}$	Negativo	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008)
	<i>VarAt</i>	$\frac{AT_{it} - AT_{it-1}}{AT_{it-1}}$	Negativo	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008).
	<i>Sgr</i>	$\frac{RL_{it} - RL_{it-1}}{RL_{it-1}}$	Negativo	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008)
Ciclo de Vida	<i>MixPl</i>	$\frac{LR_{it}}{PL_{it}}$	Positivo	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008).
	<i>MixAt</i>	$\frac{LR_{it}}{AT_{it}}$	Positivo	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008).
Idade	<i>Idade</i>	Ano _{it} – Ano de fundação	Positivo	Contribuição deste estudo
Tamanho da Empresa	<i>LnAt</i>	$LnAt_{it}$	Positivo	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008)
Endividamento	<i>Endiv</i>	$\frac{PC_{it} + PNC_{it}}{AT_{it}}$	Negativo	Fama e French (2001)
Caixa	<i>CxAt</i>	$\frac{Cx_{it}}{AT_{it}}$	Positivo	Contribuição deste estudo
Risco	<i>Instrec</i>	$\sigma \left[\sum_{i=1}^4 \ln \overline{RL} \right]$	Negativo	Vancin e Procianny (2014)
Concentração Acionária	<i>AcMaj</i>	Variável para identificação do percentual de ações do acionista majoritário	Negativo	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Governança Corporativa	<i>GC</i>	Variável <i>Dummy</i> , recebe o valor de 1 se pertencente a algum nível diferenciado de Governança Corporativa, 0, do contrário	Positivo	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Recompra de Ações	<i>recompra</i>	Variável <i>Dummy</i> , recebe o valor de 1 se houve recompra de ações, 0, do contrário	Negativo	Contribuição deste estudo

Onde:

LL – Lucro líquido da empresas;

AT – Ativo total da empresa;

PL – Patrimônio líquido da empresa;

VMPL – Valor de Mercado do Patrimônio Líquido;

LR – Lucros Retidos

Ln – Logaritmo natural

PC – Passivo circulante;

PNC – Passivo não circulante;

Cx – Somatório dos valores de Caixa e equivalente a caixa;

RL – Receita Operacional Líquida;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

A utilização do destaque “contribuição deste estudo” refere-se às variáveis que antes não foram utilizadas para avaliar a probabilidade da empresa pagar dividendos. Além dessas, as regressões serão controladas por *dummies* de ano e setor econômico.

Definidas as variáveis que foram adotadas neste estudo, apresenta-se a seguir as técnicas de análise utilizadas.

3.5 Técnicas e Modelos de Análise

Esta seção apresenta as técnicas adotadas e os modelos de regressão desenvolvidos para atingir o objetivo deste estudo.

3.5.1 Técnicas de Análise

Para quantificar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e sua relação ao pagamento de *payout* incremental, adotando o *software* Stata versão 12, foi utilizada a técnica de regressão *logit* com efeitos aleatórios e com dados em painel desbalanceado. Porém, antes,

foi realizada a análise univariada das *proxies* com o intuito de averiguar o comportamento de cada uma individualmente.

A adoção dessas metodologias é mais um diferencial deste estudo, em conjunto com a adoção de níveis de *payout* como variável dependente, formados conforme as especificidades legais e estatutárias. Nesse contexto, é entendido que a decisão de pagamento e os níveis de dividendos ocorrem em situações diversas, e podem ser explicados pela observação das variáveis independentes, os fatores relacionados ao pagamento de dividendos.

3.5.1.1. Análise Univariada

Para avaliar individualmente as variáveis independentes, os fatores relacionados ao pagamento de dividendos, e observar se indicam o pagamento de dividendos e/ou *payout* incremental são comparadas as médias entre as empresas que pagaram dividendos, as que não pagaram e as que distribuíram *payout* incremental, mínimo ou reduzido. Para validar a diferença de médias foi utilizado o teste de Kruskal-Wallis e para avaliar a correlação das variáveis e dos níveis de *payout*, o coeficiente de correlação de Spearman, ambos a uma significância de 0,10. Os dois testes são adotados por serem não paramétricos e adequados quando se tem uma única variável independente e duas ou mais variáveis dependentes ordinais.

3.5.1.2. Regressão *Logit* com Dados em Painel

Para investigar a relação entre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e o pagamento de *payout* incremental, foi adotada a regressão *logit* com dados e painel e efeitos aleatórios.

Como mencionado, os dados deste estudo foram organizados em painel, que equivale a um conjunto de observações dispostas em cortes transversais ao longo de um período de tempo (WOOLDRIDGE, 2007).

Segundo Marques (2006), a inclusão do corte transversal em estudo temporal agregado permite maior variabilidade dos dados, pois a utilização de dados agregados gera séries mais suavizadas do que as séries individuais do estudo temporal. Por sua vez, essa maior

variabilidade dos dados proporciona redução de possível colinearidade entre as variáveis. Além disso, a utilização de amostras longitudinais favorece a análise das dinâmicas de ajustamento. Assim, é possível tipificar respostas de diferentes indivíduos a acontecimentos e momentos específicos.

Por sua vez, para estimar os dados em painel, podem-se utilizar os modelos de efeito fixo ou aleatórios. Os modelos de efeito fixo buscam controlar os efeitos das variáveis omitidas, as quais variam entre indivíduos e continuam constantes ao longo do tempo (DUARTE; LAMOUNIER; TAMAKATSU, 2007). Já os modelos com efeitos aleatórios utilizam um processo de estimação, que insere o pressuposto da heterogeneidade das unidades no termo de erro (NUNES; MENEZES; DIAS JR., 2013). Assim, conclui-se que as principais diferenças entre os modelos com efeitos aleatórios e os modelos com efeitos fixos, é que os primeiros consideram a constante como um parâmetro aleatório não observável, os outros preconizam que tais diferenças são captadas no termo de erro (NUNES; MENEZES; DIAS JR., 2013).

Além disso, podem-se organizar os dados em painel de forma balanceada ou desbalanceada. No painel balanceado, tem-se o mesmo número de informações para cada unidade de corte transversal, no desbalanceado pode ocorrer variação do número de informações.

Este estudo adota os dados em painel desbalanceado com efeitos aleatórios. A estrutura de dados desbalanceados foi adotada pela ausência de diversas informações, haja vista apenas 27 das 287 empresas da amostra final apresentarem todos os dados para os anos do estudo.

Já a escolha dos efeitos aleatórios se deu pela inadequação aos efeitos fixos da amostra, pois, quando da adoção dos efeitos fixos, o *software* estatístico excluía as empresas que não apresentaram dados das variáveis em pelo menos oito anos, reduzindo a amostra para 106 empresas.

Quanto à regressão *logit*, vale destacar que foi usada por Fama e French (2001) e replicada por DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Al-Najjar (2009) e Denis e Osobov (2009), porém, diferente deste estudo, utilizaram os dados em *cross-section*.

A técnica de regressão logística mensura a probabilidade de determinado evento ocorrer e quais variáveis explicativas estão relacionadas a este evento, que é representado por variáveis categóricas de natureza nominal ou ordinal (GUJARATI, 2006). Segundo Gujarati (2006), para a regressão logística consideram-se n variáveis independentes, representadas por $X = (X_1, \dots, X_n)$, e Y , uma variável aleatória dependente de natureza dicotômica. A proporção de observações com característica Y , uma proporção representada por $E(Y | x)$, é $0 \leq E(Y | x) \leq 1$. Sob esses parâmetros, a função logística é uma combinação das n variáveis explicativas, dada pela (17), apresentada a seguir

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit}$$

(17)

Sendo:

Z_i – representa a função de distribuição logística;

X_k – Variáveis explicativas;

β_k – Coeficiente da regressão;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$;

k – representa o k -ésimo coeficiente da k -ésima variável.

Por sua vez, o Z_i varia entre $-\infty$ e $+\infty$, e representa o logaritmo da razão de chances do evento estudado acontecer pelas chances do evento não ocorrer.

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = Z_i$$

(18)

Sendo:

L_i – logaritmo da razão de chances;

P_i – Probabilidade do evento ocorrer, varia entre 0 e 1;

$(1 - P_i)$ – Probabilidade do evento não ocorrer.

Quanto às estimativas da regressão logística, devido a sua natureza não-linear, foi utilizado o método de máxima verossimilhança para cálculo da medida de ajuste geral do modelo. Por sua vez, para testar a adequação do modelo com dados em painel e efeitos aleatórios foi utilizado o teste de *Rho*, que também deve apresentar um *p-value* menor ou igual a 0,05 para indicar que o modelo está bem ajustado. Para verificar a validade conjunta das variáveis foi adotado o teste de *Wald*, analisando sua significância, que deve ter um *p-value* menor ou igual a 0,05.

Após as regressões, para comparação dos modelos foram adotados os critérios de Akaike (AIC), o de informação bayesiana (BIC) e o percentual de classificação correta.

O critério AIC e BIC foram definidos como (STATA CORPORATION, 2011):

$$AIC = -2 \ln(Lp) + 2k \quad (19)$$

$$BIC = -2 \ln(Lp) + \ln(N)k \quad (20)$$

Onde:

\ln – logaritmo natural;

Lp – função de máxima verossimilhança;

k – número de parâmetros estimados;

N – número de observações.

Por sua vez, o percentual de classificação correta avalia a habilidade preditiva da regressão *logit*. Para tanto, é realizada tabulação cruzada das observações do grupo real com o grupo previsto (HAIR *et al.*, 2005).

3.5.1.3. Modelos de Análise dos Fatores de Pagamento de Dividendos e de *Payout Incremental*

Neste estudo, as variáveis explicativas são o conjunto de fatores apresentados no quadro 3, e as variáveis dependentes são a *PgDiv* e a *PayoutI* assumidas como variáveis dicotômicas que mensuram a probabilidade de distribuir dividendos, ou seja, é função de:

Prob. Distribuir Dividendos = f (Rentabilidade; Ciclo de vida; Oportunidade de Crescimento; Idade; Tamanho, Endividamento; Proporção de Caixa; Risco; Concentração Acionária; Governança Corporativa; Recompra de Ações)

Dessa forma, com esse modelo, é obtida as relações econométricas que tornarão possível observar a intensidade das variáveis explicativas adotadas neste estudo na probabilidade de pagamento de dividendos. De forma similar, espera-se que estas mesmas variáveis possam de alguma forma indicar a probabilidade de haver pagamento *payout incremental*.

Substituindo na função as variáveis pelas *proxies* propostas neste estudo, chega-se a seguinte equação:

$$L_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Rent_{it} + \beta_2 Ciclo_{it} + \beta_4 Idade_{it} + \beta_3 Cresc_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_7 CxAt_{it} + \beta_8 Risco_{it} + \beta_9 Acmaj_{it} + \beta_{10} Dgc_{it} + \beta_{11} Drecom_{it} \quad (21)$$

Sendo:

L_{t+1} – Variável dependente que pode assumir o valor de 0 ou 1;

$Rent_{it}$ – variável de rentabilidade ROA;

$Ciclo_{it}$ – variável de ciclo de vida *MixPI*;

$Idade_{it}$ – representa o tempo de vida *idade*;

$Cresc_{it}$ – variável de crescimento *VarAt*;

Tam_{it} – tamanho da empresa *tam*;

$Endiv_{it}$ – endividamento;

$CxAt_{it}$ – proporção de caixa em relação ao ativo total;

$Risco_{it}$ – risco da empresa;

$AcMaj_{it}$ – Apresenta o percentual de concentração acionária do acionista majoritário;

GC_{it} – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa pertencer a algum nível diferenciado de governança corporativa e 0 do contrário;

$Recompra_{it}$ – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa tiver realizado recompra e 0 do contrário;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

Sobre a variável dependente L_{t+1} , no caso de representar a probabilidade de distribuir dividendos, 0 significa que não pagou dividendos e 1 que pagou. Considerando a probabilidade de distribuir *payout* incremental, o L_{t+1} assumirá o valor de 1 quando o pagamento de dividendos estiver acima do estabelecido no estatuto social e 0, do contrário.

A probabilidade de pagar dividendos é mensurada com a amostra completa. Porém, para a probabilidade de haver *payout* incremental, foram utilizadas apenas as empresas que pagaram dividendos, haja vista o objetivo de identificar a relação dos fatores e o pagamento de *payout* incremental.

Vale destacar que foram utilizadas variáveis explicativas defasadas com o intuito de minimizar possíveis problemas de endogeneidade, e pela expectativa de que o desempenho e as decisões dos gestores do período anterior influenciam a disposição da empresa em pagar dividendos incrementais.

Substituindo as *proxies* pelas variáveis explícitas no Quadro 3, levando em consideração que para os indicadores de rentabilidade, de ciclo de vida e de oportunidade de crescimento são adotadas mais de uma *proxy* para testar robustez, foram utilizados 12 variações do modelo proposto conforme Quadro 4. Ressaltando que o modelo A7 é o que elenca as variáveis da (21).

Quadro 4 (3) – Modelos de Regressão

Variável	Proxy	Modelo											
		A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12
Desempenho	<i>ROE</i>	x	x	x	x	x	x						
	<i>ROA</i>							x	x	x	x	x	x
Oportunidade de Crescimento	<i>VarAt</i>	x			x			x			x		
	<i>VtAt</i>		x			x			x			x	
	<i>Sgr</i>			x			x			x			x
Ciclo de Vida	<i>MixPl</i>	x	x	x				x	x	x			
	<i>MixAt</i>				x	x	x				x	x	x
Idade	<i>Idade</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Endividamento	<i>Endiv</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Proporção de Caixa	<i>CxAt</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Risco	<i>Instrec</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Concentração Acionária	<i>AcMaj</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Governança Corporativa	<i>GC</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Recuperação de Ações	<i>Recupra</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

No Quadro 5, são apresentadas as variáveis e *proxies* adotadas para analisar a probabilidade de distribuir dividendos e de distribuir *payout* incremental, apontando em quais dos trabalhos norteadores deste estudo foram utilizadas.

Quadro 5 (3) – Indicação de utilização das variáveis

Variável	Proxy	Fama e French (2001)	DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006)	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)	Denis e Osobov (2009)	Vancin e Procianny (2014)
Rentabilidade	ROE	X	x		x	x
	ROA	X	x		x	
Oportunidade de Crescimento	VarAt	X				x
	VtAt	X				
	Sgr		x		x	
Ciclo de Vida	MixPl		x		x	
	MixAt		x		x	
Idade	Idade					
Tamanho	tam	X	x	x	x	x
Endividamento	endiv	X				x
Proporção de Caixa	CxAt					
Risco	Instrec					x
Concentração Acionária	AcMaj			x		
Governança Corporativa	GC			x		
Recompra de Ações	Recompra					

Além da adoção das variáveis binárias, indicativas de pagamento de dividendos e de *payout* incremental, as variáveis e Proporção de Caixa, Concentração Acionária, Governança Corporativa e Recompra de Ações são propostas deste estudo para a análise da probabilidade de distribuir dividendos, não sendo utilizadas nos trabalhos precedentes. Vale ressaltar que mesmo DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) tendo utilizado a proporção de caixa, para esta tese, houve adequação à realidade brasileira, por isso foi considerada contribuição deste estudo.

3.5.1.4. Avaliação da Continuidade de Pagamento

Adicionalmente, utilizando o comando *xtrans*, referente ao *Report transition probabilities*, do software Stata versão 12, foram avaliadas as probabilidades de mudanças em uma variável categórica ao longo do tempo em um painel de dados (STATA CORPORATION, 2011). Assim, teve-se a indicação se as empresas que pagaram dividendos continuaram, ou não, a pagar dividendos ao longo dos anos. Da mesma forma, foi identificado se as que distribuíram *payout* mínimo, incremental ou reduzido, continuaram a fazê-lo durante o período avaliado.

3.6 Limitações Metodológicas

Elencam-se aqui as principais limitações metodológicas deste estudo:

- Pela realização da coleta manual, mesmo havendo checagem dos dados levantados, podem ter ocorrido erros por digitação ou por falta de entendimento do conteúdo das atas;
- Ausência de padronização das atas de assembleia seja quanto a sua forma ou ao seu conteúdo, principalmente aos anos anteriores a 2009;
- Diante da falta de informações e/ou padronização das atas, o pagamento de *payout* reduzido não significa obrigatoriamente que a empresa tenha praticado irregularidade ao distribuir percentual menor do que consta em seu estatuto. Essa classificação pode ter ocorrido por não ter sido encontrada justificativa que permitisse à empresa pagar menores dividendos;
- Em parte da análise dos resultados, não é possível uma análise comparativa adequada, tendo em vista que a adoção de metodologias de níveis de *payout* fora antes usada apenas por Vancin e Procianoy (2014).

4 Análise dos Dados e Resultados

Nesta seção, passa-se à análise dos dados e à discussão dos resultados com o intuito de atingir o objetivo principal deste estudo, que é investigar a relação entre o pagamento de *payout* incremental e os fatores relacionados ao pagamento de dividendos das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2002 a 2013.

Para tanto, esta seção é dividida em três subseções, que buscam atingir os objetivos específicos deste estudo. Na primeira, discute-se a política estatutária de dividendos, evidenciando os percentuais de *payout* mínimo adotados pelas empresas da amostra conforme seus estatutos sociais. Posteriormente analisa-se o pagamento dos dividendos no decorrer dos anos, destacando o percentual de empresas da amostra que os distribuiu e os níveis de *payout* pagos pelas mesmas. Na terceira subseção, são discutidos os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e sua relação com o pagamento de *payout* incremental, primeiramente pela análise descritiva e univariada desses fatores e, em seguida, pela análise dos resultados dos modelos propostos.

4.1 Política Estatutária de Dividendos

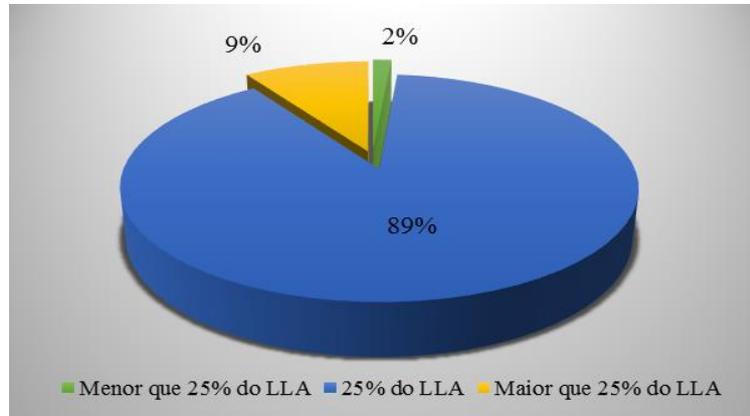
Esta seção apresenta uma discussão sobre política de dividendos, evidenciando-se o *payout* mínimo adotado pelas empresas deste estudo, segundo o que foi apresentado nos estatutos sociais das mesmas, procurando atender ao primeiro objetivo específico.

Um ponto de partida é a Lei 6.404/76, que determina que as empresas de capital aberto devem apresentar o percentual mínimo do lucro líquido ajustado (LLA) a ser distribuído como dividendos, denominado *payout* mínimo. Nos casos de omissão desta informação nos seus estatutos sociais, as empresas devem distribuir 50% desse LLA.

No caso deste trabalho, como pode ser observado na Figura 2, das 287 empresas da amostra final, a grande maioria (89%) adota como *payout* mínimo um valor de 25% do lucro líquido ajustado. Valores de *payout* acima de 25% foram observados em 9% das empresas e apenas 2% da amostra adota *payout* menor do que 25% do LLA. Observa-se que quando comparados aos resultados observados por Vancin e Procianoy (2014), que analisaram todas as empresas com ações negociadas na BM&FBovespa em 2012, pode-se afirmar que houve aumento na disposição das empresas do mercado brasileiro em pagar dividendos acima de

25% do LLA. No estudo dos autores citados, 5,69% das empresas pagavam abaixo desta base, e, nesta pesquisa, apenas 2% do total das empresas analisadas.

Figura 2 (4) – Percentual mínimo estatutário de *Payout*



Dentre as empresas que adotam *payout* mínimo menor que 25%, todas são pertencentes ao setor de Petróleo e Gás, e adotam 0,0001% como percentual mínimo.

Analisando detalhadamente o grupo das empresas que pagam *payout* acima dos 25%, podemos verificar a seguinte distribuição no Quadro 6. Considerando o setor econômico e o percentual indicado pelo LLA para pagamento de *payout*, o setor de Energia Elétrica é o que paga maior percentual do seus lucros ajustados para os acionistas. O setor Têxtil também merece destaque em termos da quantidade de empresas participantes deste grupo, distribuindo acima de 33% do LLA.

Quadro 6 (4) – Classificação das empresas com percentual de *payout* acima dos 25% do lucro líquido ajustado e por setor econômico

<i>Payout</i>	Setor Econômico	Número de Empresas
30% do LLA	Agro & Pesca	1
	Alimentos e Bebidas	1
	Energia Elétrica	1
	Finanças e Seguros	1
	Siderurgia e Metalurgia	2
	Têxtil	1
	Veículos e Peças	1
	Outros	3
1/3 do LLA	Têxtil	4
	Veículos e Peças	1
35% do LLA	Siderurgia e Metalurgia	1
	Têxtil	2
37% do LLA	Outros	1
40% do LLA	Alimentos e Bebidas	2
50% do LLA	Energia Elétrica	3
	Finanças e Seguros	1
	Química	1
	Outros	1

Por sua vez, uma concentração de distribuição de 25% do LLA parece indicar uma tendência de uniformização da política de distribuição de dividendos. Para justificar esta uniformização, Vancin e Procianoy (2014) destacaram a obrigatoriedade de dividendos mínimos de 25% no caso de empresas com estatutos omissos decidirem implementar um percentual, conforme Inciso II do artigo 202 da Lei 6.404/76. Segundo os autores, este critério legal pode ter levado a uma compreensão geral de *payout* mínimo obrigatório de 25% por parte dos gestores. Porém, o entendimento da obrigatoriedade de qualquer percentual, com exceção ao citado caso de omissão, é equivocado, principalmente nas empresas que iniciaram suas atividades após 1976, ano em que a referida lei das S.A. entrou em vigor, ou nas que existiam antes dessa data e apresentavam em seus estatutos um *payout* mínimo.

Uma outra justificativa, e talvez a mais adequada, está no § 1º do artigo 152 da referida Lei das S.A., em que é determinado que apenas será atribuído aos administradores participação nos lucros se, no estatuto social da empresa, o percentual for determinado como dividendos mínimos obrigatórios 25% ou mais do Lucro Líquido.

4.2 O Pagamento de Dividendos e os Níveis de *Payout*

Nesta seção é apresentada a caracterização das empresas estudadas ao longo dos anos conforme haja distribuição de dividendos (ou não), destacando-se também o setor econômico a que pertencem. Além disso, é observada a variação dos montantes de dividendos pagos no decorrer dos anos.

4.2.1 Classificação Quanto a Distribuição de Dividendos

Na Tabela 2, é apresentada a distribuição da amostra, ao longo dos anos, identificando o percentual de empresas que distribuíram, ou não, dividendos. Com exceção de 2002, em todos os anos do estudo, mais de 60% das empresas da amostra pagaram dividendos. Essa concentração de pagadoras pode ser relacionada à obrigatoriedade estatutária de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Também pode ser visto que, entre os anos de 2006 a 2013, o percentual de empresas não pagadoras de dividendos está entre 27% e 32%, uma amplitude de cinco pontos percentuais. Em 2002, tem-se o maior percentual dessas empresas, 51%.

Tabela 2 (4) – Classificação das empresas quanto à distribuição de dividendos

A classificação refere-se à indicação do percentual de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, em relação a amostra final, ao longo dos anos.

Distribui dividendos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Não	51%	40%	39%	36%	32%	30%	31%	28%	27%	30%	32%	31%
Sim	49%	60%	61%	64%	68%	70%	69%	72%	73%	70%	68%	69%
Amostra	144	156	164	180	213	232	247	259	276	278	286	285

Avaliando se as empresas que pagam, ou não, dividendos continuam com essa prática ao longo dos anos, foi elaborada uma matriz de transição, apresentada na Tabela 3. Para sua interpretação combina-se a informação das linhas com a das colunas, destacando que na última linha está o percentual da amostra que não pagou dividendos da que pagou dividendos.

Tabela 3 (4) – Continuidade de pagamento de dividendos

A classificação refere-se ao percentual das empresas que distribuíram, ou não, dividendos continuaram com esta prática ao longo dos anos.

Distribuiu dividendos	Não	Sim	Total
Não	82,42%	17,58%	100%
Sim	7,05%	92,95%	100%
Amostra	31,89%	68,11%	100%

Na terceira linha, indica-se, do total de observações da amostra, o percentual que não pagou dividendos (31,89%) e o que pagou (68,11%). Dessa forma, no cruzamento da primeira linha com a primeira coluna (Não x Não), identifica-se que, do percentual de empresas da amostra total que não pagou dividendos (31,89%), 82,42% assim se mantiveram por todo o período; pela combinação da primeira linha com a segunda coluna (Não x Sim) tem-se que, do percentual da amostra que não pagou dividendos (31,89%), 17,58% passou a distribuí-los em algum momento. Voltando-se à segunda linha e combinando-a com a primeira coluna (Sim x Não) encontra-se que, do percentual da amostra que pagou dividendo (68,11%), 7,05% deixou de pagar em algum ano; por fim, combinando a segunda linha com a segunda coluna (Sim x Sim), encontra-se que, do percentual de empresas que distribuiu dividendos (68,11%), 92,95% o fez por todo o período.

Ainda no contexto de classificação de empresas pagadoras, ou não, de dividendos, na Tabela 4 foi observada esta classificação agrupando-se as empresas por setor econômico.

Tabela 4 (4) – Classificação da amostra por setor econômico e distribuição de dividendos

A classificação refere-se à indicação do percentual de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, em relação a amostra final, ao longo dos anos.) por setor econômico

Setor	Distribuiu Dividendos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Agro & Pesca	Não	-	-	100%	100%	67%	67%	33%	67%	67%	67%	50%	75%	64%
	Sim	-	-	0%	0%	33%	33%	67%	33%	33%	33%	50%	25%	36%
	Total	0	0	1	1	3	3	3	3	3	3	4	4	28
Alimentos e Bebidas	Não	67%	67%	50%	50%	38%	30%	60%	20%	27%	45%	38%	38%	40%
	Sim	33%	33%	50%	50%	63%	70%	40%	80%	73%	55%	62%	62%	60%
	Total	3	3	4	6	8	10	10	10	10	11	11	13	13
Comércio	Não	33%	30%	20%	10%	17%	8%	15%	21%	29%	24%	35%	24%	23%
	Sim	67%	70%	80%	90%	83%	92%	85%	79%	71%	76%	65%	76%	77%
	Total	9	10	10	10	12	12	13	14	17	17	17	17	158
Construção	Não	44%	50%	64%	67%	20%	27%	30%	18%	22%	35%	57%	41%	36%
	Sim	56%	50%	36%	33%	80%	73%	70%	82%	78%	65%	43%	59%	64%
	Total	9	10	11	12	20	22	23	22	23	23	23	22	220
Eletroeletrônica	Não	33%	33%	67%	75%	40%	60%	17%	29%	14%	43%	29%	14%	34%
	Sim	67%	67%	33%	25%	60%	40%	83%	71%	86%	57%	71%	86%	66%
	Total	3	3	3	4	5	5	6	7	7	7	7	7	64
Energia Elétrica	Não	70%	50%	48%	28%	23%	23%	13%	16%	21%	21%	26%	26%	28%
	Sim	30%	50%	52%	72%	77%	77%	87%	84%	79%	79%	74%	74%	72%
	Total	20	22	23	25	30	31	31	31	34	34	34	34	349
Finanças e Seguros	Não	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	9%	4%	9%	4%
	Sim	71%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	96%	91%	96%	91%	96%
	Total	7	9	9	10	13	17	19	21	23	23	23	23	197
Maquinaria Industrial	Não	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	33%	33%	33%	13%
	Sim	100%	100%	100%	100%	100%	100%	67%	100%	100%	67%	67%	67%	87%
	Total	2	2	2	2	2	3	31						
Minério	Não	50%	50%	50%	50%	100%	67%	67%	50%	50%	50%	50%	50%	56%
	Sim	50%	50%	50%	50%	0%	33%	33%	50%	50%	50%	50%	50%	44%
	Total	2	2	2	2	2	3	3	4	4	4	4	4	36

Continua

Continuação

Tabela 4 (4) – Classificação da amostra por setor econômico e distribuição de dividendos

Setor	Distribuiu Dividendos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Minerais não Metálicos	Não	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	50%	50%	50%	50%	25%	56%
	Sim	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	50%	50%	50%	50%	75%	44%
	Total	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	41
Papel e Celulose	Não	75%	25%	25%	25%	25%	25%	50%	25%	25%	50%	50%	50%	38%
	Sim	25%	75%	75%	75%	75%	75%	50%	75%	75%	50%	50%	50%	63%
	Total	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	48
Petróleo e Gás	Não	0%	0%	0%	25%	40%	40%	20%	50%	43%	43%	43%	43%	32%
	Sim	100%	100%	100%	75%	60%	60%	80%	50%	57%	57%	57%	57%	68%
	Total	4	4	4	4	5	5	5	6	7	7	7	7	65
Química	Não	0%	25%	0%	0%	40%	17%	50%	50%	38%	38%	38%	25%	31%
	Sim	100%	75%	100%	100%	60%	83%	50%	50%	63%	63%	63%	75%	69%
	Total	4	4	4	4	5	6	8	8	8	8	8	8	75
Siderurgia & Metalurgia	Não	21%	20%	20%	25%	19%	27%	41%	41%	35%	41%	35%	44%	31%
	Sim	79%	80%	80%	75%	81%	73%	59%	59%	65%	59%	65%	56%	69%
	Total	14	15	15	16	16	15	17	17	17	17	17	16	192
Software e Dados	Não	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Sim	-	-	-	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Total	0	0	0	1	1	1	1	2	2	3	4	4	19
Telecomunicações	Não	80%	40%	60%	40%	20%	20%	40%	67%	50%	33%	33%	33%	43%
	Sim	20%	60%	40%	60%	80%	80%	60%	33%	50%	67%	67%	67%	57%
	Total	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	65
Têxtil	Não	69%	63%	50%	50%	53%	45%	35%	33%	29%	43%	43%	48%	46%
	Sim	31%	38%	50%	50%	47%	55%	65%	67%	71%	57%	57%	52%	54%
	Total	16	16	18	18	19	20	20	21	21	21	21	21	232
Transporte Serviço	Não	67%	25%	0%	0%	13%	13%	11%	11%	11%	11%	20%	10%	13%
	Sim	33%	75%	100%	100%	88%	88%	89%	89%	89%	89%	80%	90%	87%
	Total	3	4	5	6	8	8	9	9	9	9	10	10	90

Continua

Continuação

Tabela 4 (4) – Classificação da amostra por setor econômico e distribuição de dividendos

Setor	Distribuiu Dividendos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Veículos e Peças	Não	63%	50%	38%	44%	44%	40%	40%	40%	40%	30%	40%	40%	42%
	Sim	38%	50%	63%	56%	56%	60%	60%	60%	60%	70%	60%	60%	58%
	Total	8	8	8	9	9	10	10	10	10	10	10	10	112
Outros	Não	57%	50%	52%	47%	47%	43%	43%	35%	32%	28%	27%	31%	38%
	Sim	43%	50%	48%	53%	53%	57%	57%	65%	68%	72%	73%	69%	62%
	Total	28	32	33	38	43	49	54	57	63	64	67	68	596

Tal diferenciação é tomada sob a perspectiva de que setores distintos têm diferenças de necessidades de investimento, sazonalidade e necessidade de capital de giro entre setores, e que podem influenciar a necessidade de caixa, conseqüentemente, a distribuição de dividendos (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).

Analisando a Tabela 4, a grande maioria das empresas, em seus respectivos setores econômicos, distribuiu dividendos ao longo dos anos. Porém, alguns grupos tiveram maior percentual de distribuição em relação aos demais, como ocorreu com o setor de Software e Dados com 100% de distribuição nos anos em que esteve presente na amostra. Também se destaca o setor de Finanças e Seguros, em que totalidade das empresas distribuiu dividendos nos anos de 2003-2009. Além desses, o setor de Transporte e Serviços e Maquinaria Industrial tiveram alto percentual de empresas pagadoras de dividendos.

Dentre os setores que tiveram menores percentuais de distribuição de dividendos estão os de Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Minerais não Metálicos, Mineração, Telecomunicações, Têxtil e Veículos e Peças, já que, em média mais de 40% dessas empresas não distribuíram dividendos no período analisado.

4.3 Dividendos distribuídos

Passando à análise do montante de dividendos distribuídos pelas empresas ao longo dos anos, apresenta-se a seguir a Figura 3, contendo tais valores deflacionados a janeiro de 2015. Comparando os anos de 2002 e 2013 houve aumento do montante de dividendos, porém, nesse espaço de tempo, ocorreram períodos de altas, como de 2002 a 2005, e períodos de baixa, como entre 2007 e 2009. Também pode ser observado que 2011 foi o ano em que mais se pagou dividendos e 2002 o ano de menor montante.

Figura 3 (4) – Montante de dividendos pagos ao longo dos anos

Na Figura 4, tem-se o montante médio de dividendos pagos por setor econômico em ordem crescente de apresentação. Os setores econômicos com maiores médias são os de Petróleo e Gás e Mineração, ambos impulsionados por uma única empresa, a Petrobrás e a Vale do Rio Doce, respectivamente. Por outro lado, os setores com menores médias são Agro & Pesca (R\$ 20 milhões), seguido do Mineraiis não Metálicos (R\$ 23 milhões) e da Têxtil (R\$ 35 milhões).

Figura 4 (4) – Montante de dividendos por setor econômico

Com o intuito de evidenciar o impacto das empresas Petrobrás e Vale do Rio Doce, em seus respectivos segmentos econômicos, apresenta-se a Figura 5, de onde foi retirada da amostra e evidenciada mais uma vez a variação do montante médio dos dividendos por setor econômico.

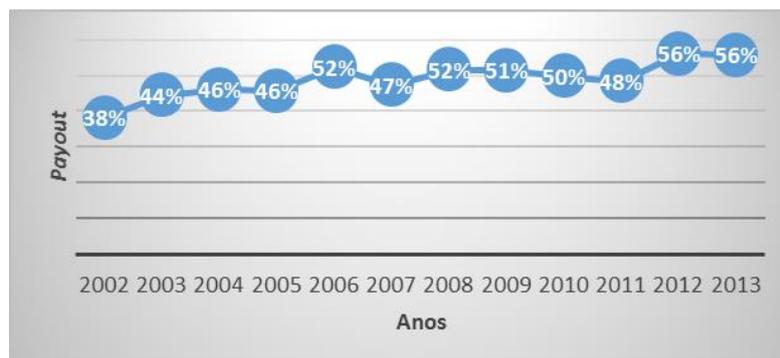
Após retirar Petrobrás e Vale do Rio Doce, há uma mudança na configuração de *ranking* das médias de dividendos distribuídos, pois o setor de Petróleo, antes maior distribuidor de dividendos, passa para o décimo setor que mais distribuiu. Enquanto que o setor de Mineração torna-se o grupo com menor montante médio dividendos distribuídos.

Figura 5 (4) – Montante de dividendos por setor econômico sem Petrobrás e Vale do Rio Doce



Porém, conforme normas legais, as empresas devem ter como base de distribuição de dividendos o *payout*. Apresenta-se na Figura 6 os percentuais médios de *payout* da amostra, calculado com base no Lucro Líquido Ajustado (LLA).

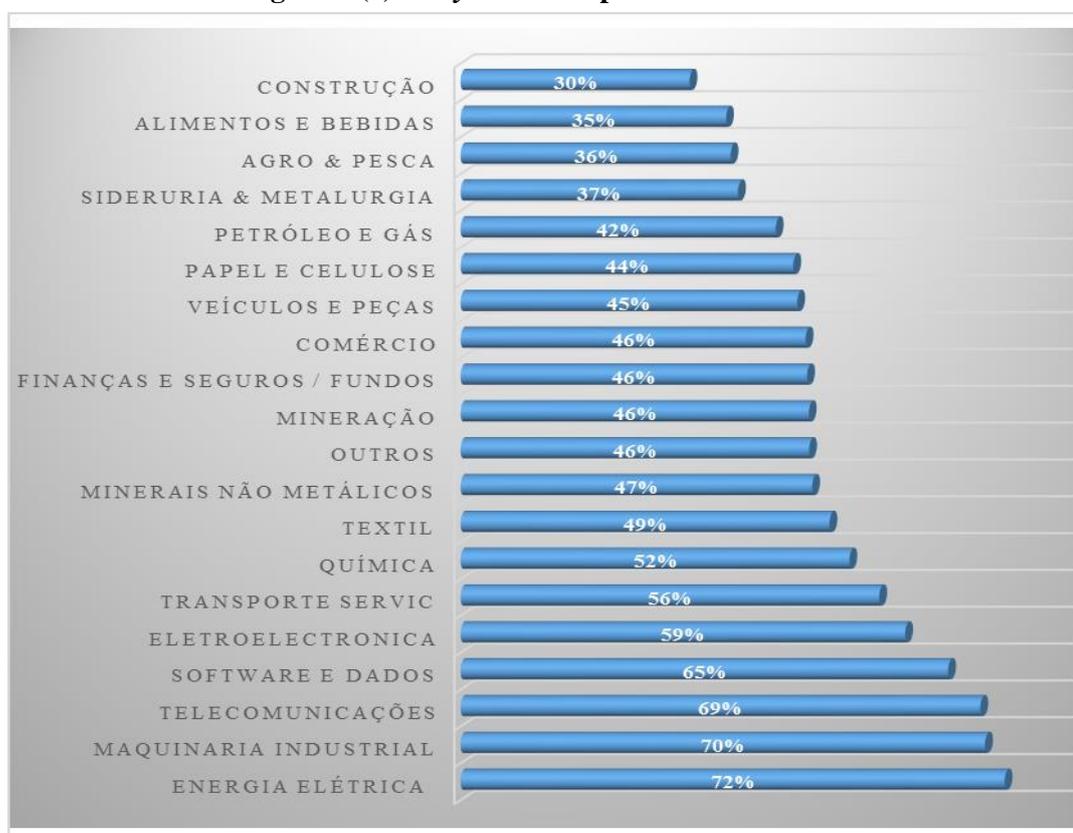
Figura 6 (4) – Payout distribuído ao longo dos anos



Como apresentado na Figura 6, os percentuais médios de *payout* variaram entre 38% (2008) e 53% (2012 e 2013). Os menores *payout's* ocorreram nos anos de 2002 (38%) e 2003(44%) e as maiores em 2012 e 2013 (56%).

Observando o *payout* médio por setores econômicos na Figura 7, o setor de Agro & Pesca é o que tem menor *payout* médio (14%), seguido pelos de Construção (22%) e Siderurgia e Metalurgia (28%). Já os setores de Software e Dados (58%), Maquinaria Industrial (57%) e Energia Elétrica (56%) são os que apresentam maior *payout* médio.

Figura 7 (4) – Payout médio por setor econômico



Por sua vez, comparando os dados das Figura 4 e da Figura 7, os setores de Petróleo e Gás e Mineração, que distribuíram maior montante de dividendos, possuem apenas a 15ª e a 10ª maiores médias de *payout*, respectivamente. Por outro lado, o setor de Maquinaria Industrial, que teve o 12º maior montante, tem a segunda maior média de *payout*. Por esta comparação, pode-se entender que os maiores montantes de dividendos podem não representar os maiores percentuais de distribuição dos lucros.

Identificados os montantes de dividendos e respectivos *payouts*, na seção seguinte comparam-se esses *payouts* pagos com os mínimos estabelecidos nos estatutos sociais.

4.3.1 Os Níveis de Payout

Na Tabela 5, é apresentado o percentual de empresas pagadoras que distribuíram *payout* incremental, mínimo e reduzido, ao longo do período estudado. Ressaltando que, mesmo não sendo objetivo principal, a apresentação dos níveis de *payout* reduzido e mínimo é discutida para maior clareza e conhecimento.

Conforme dados da referida tabela, mais de 60% das empresas da amostra distribuiu dividendos incrementais. Enquanto que o percentual das que pagaram o mínimo estabelecido variou entre 13% (2004) e 27% (2011) e as que distribuíram abaixo deste mínimo representaram entre 10% (2013) e 22% da amostra (2004). Com isso, pode-se dizer que mesmo que haja uma uniformização do percentual de dividendos mínimos estabelecidos, a maioria das empresas tende a não segui-lo.

Tabela 5 (4) – Classificação das empresas quanto ao nível de *payout*

A classificação refere-se ao percentual de empresas que distribuíram *payout* incremental, mínimo e reduzido, em relação às empresas que pagaram dividendos

Nível de <i>Payout</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Incremental	63%	69%	65%	65%	69%	60%	69%	66%	65%	61%	70%	69%
Mínimo	23%	14%	13%	17%	17%	25%	15%	20%	23%	27%	19%	20%
Reduzido	14%	17%	22%	18%	14%	15%	15%	13%	12%	12%	11%	10%
Pagadores	71	93	100	115	145	162	170	186	201	194	194	196

Vancin e Procianoy (2014) encontraram percentual próximo para empresas pagadoras de dividendos incrementais em seu estudo. Analisando os anos de 2007 a 2011, identificaram que 60% (2007), 64,4% (2008), 67,9% (2009), 63,6% (2010) e 64,6% (2011) das empresas distribuíram dividendos acima do mínimo estabelecido.

Quanto aos valores de *payout* mínimo e reduzido, acredita-se que os referidos autores agregaram esses dois grupos, por isso, valores mais discrepantes nos percentuais de dividendos mínimos.

Na tabela 6 é mostrada a distribuição percentual dos níveis de dividendos por setor econômico. Conforme os dados, todas as empresas dos setores Maquinaria Industrial de Software e Dados distribuíram dividendos incrementais em todos os anos. Dos demais setores, apenas o de Construção foi o que teve mais de 50% de suas empresas optando pelo pagamento de *payout* mínimo. Confirmando o baixo percentual de empresas que optam por pagar dividendos reduzidos, do total, apenas os setores de Alimentos e Bebidas, Química e Outros tiveram mais de 20% das empresas classificadas neste nível de *payout*.

Tabela 6 (4) – Níveis de *payout* por setor econômico

A classificação refere-se ao percentual de empresas que distribuíram *payout* incremental, mínimo e reduzido em relação às empresas que pagaram dividendos por setor econômico

Setor Econômico	Nível de Payout	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Agro & Pesca	Incremental	-	-	-	-	100%	0%	50%	0%	0%	100%	100%	100%	60%
	Mínimo	-	-	-	-	0%	100%	0%	100%	100%	0%	0%	0%	30%
	Reduzido	-	-	-	-	0%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	10%
	N. Pagadores	0	0	0	0	1	1	2	1	1	1	2	1	10
Alimentos e Bebidas	Incremental	0%	0%	50%	33%	40%	43%	50%	50%	38%	50%	75%	63%	49%
	Mínimo	100%	0%	0%	33%	20%	43%	25%	13%	38%	33%	25%	38%	30%
	Reduzido	0%	100%	50%	33%	40%	14%	25%	38%	25%	17%	0%	0%	21%
	N. Pagadores	1	1	2	3	5	7	4	8	8	6	8	8	61
Comércio	Incremental	50%	57%	75%	78%	60%	73%	27%	45%	50%	46%	45%	62%	55%
	Mínimo	33%	14%	25%	11%	30%	9%	64%	36%	33%	38%	36%	31%	31%
	Reduzido	17%	29%	0%	11%	10%	18%	9%	18%	17%	15%	18%	8%	14%
	N. Pagadores	6	7	8	9	10	11	11	11	12	13	11	13	122
Construção	Incremental	40%	80%	75%	50%	38%	13%	44%	28%	22%	27%	30%	31%	33%
	Mínimo	20%	20%	25%	25%	56%	75%	25%	67%	72%	60%	50%	54%	54%
	Reduzido	40%	0%	0%	25%	6%	13%	31%	6%	6%	13%	20%	15%	14%
	N. Pagadores	5	5	4	4	16	16	16	18	18	15	10	13	140
Eletroeletrônica	Incremental	50%	100%	100%	100%	67%	50%	100%	80%	100%	50%	60%	83%	79%
	Mínimo	50%	0%	0%	0%	33%	50%	0%	20%	0%	50%	40%	17%	21%
	Reduzido	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	N. Pagadores	2	2	1	1	3	2	5	5	6	4	5	6	42
Energia Elétrica	Incremental	67%	64%	58%	56%	74%	83%	96%	77%	93%	74%	76%	84%	78%
	Mínimo	17%	9%	8%	17%	9%	8%	0%	12%	4%	11%	16%	12%	10%
	Reduzido	17%	27%	33%	28%	17%	8%	4%	12%	4%	15%	8%	4%	12%
	N. Pagadores	6	11	12	18	23	24	27	26	27	27	25	25	251
Finanças e Seguros	Incremental	80%	44%	56%	60%	85%	65%	84%	86%	77%	86%	82%	81%	77%
	Mínimo	20%	22%	22%	10%	8%	24%	11%	10%	14%	14%	9%	10%	13%
	Reduzido	0%	33%	22%	30%	8%	12%	5%	5%	9%	0%	9%	10%	10%
	N. Pagadores	5	9	9	10	13	17	19	21	21	21	22	21	189
Maquinaria Industrial	Incremental	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Mínimo	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Reduzido	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	N. Pagadores	2	2	2	2	2	3	2	3	3	2	2	2	27

Continua

Continuação

Tabela 6 (4) – Níveis de *payout* por setor econômico

Setor Econômico	Nível de Payout	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Maquinaria Industrial	N. Pagadores	2	2	2	2	2	3	2	3	3	2	2	2	27
Mineração	Incremental	100%	100%	100%	100%	-	100%	100%	100%	100%	0%	50%	100%	81%
	Mínimo	0%	0%	0%	0%	-	0%	0%	0%	0%	100%	50%	0%	19%
	Reduzido	0%	0%	0%	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	N. Pagadores	1	1	1	1	0	1	1	2	2	2	2	2	16
Minerais não Metálicos	Incremental	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	50%	100%	100%	83%
	Mínimo	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	17%
	Reduzido	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	N. Pagadores	1	2	2	2	2	3	18						
Papel e Celulose	Incremental	100%	67%	67%	67%	67%	67%	100%	33%	33%	50%	50%	50%	60%
	Mínimo	0%	0%	0%	33%	33%	0%	0%	0%	67%	50%	50%	50%	23%
	Reduzido	0%	33%	33%	0%	0%	33%	0%	67%	0%	0%	0%	0%	17%
	N. Pagadores	1	3	3	3	3	3	2	3	3	2	2	2	30
Petróleo e Gás	Incremental	75%	75%	75%	100%	100%	100%	75%	67%	75%	75%	100%	50%	80%
	Mínimo	25%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	25%	25%	0%	50%	16%
	Reduzido	0%	0%	25%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	5%
	N. Pagadores	4	4	4	3	3	3	4	3	4	4	4	4	44
Química	Incremental	50%	0%	50%	75%	67%	40%	75%	100%	80%	60%	60%	83%	63%
	Mínimo	25%	33%	0%	0%	0%	20%	25%	0%	20%	20%	0%	0%	12%
	Reduzido	25%	67%	50%	25%	33%	40%	0%	0%	0%	20%	40%	17%	25%
	N. Pagadores	4	3	4	4	3	5	4	4	5	5	5	6	52
Siderurgia & Metalurgia	Incremental	64%	75%	67%	75%	77%	73%	50%	70%	64%	70%	73%	78%	70%
	Mínimo	9%	8%	17%	17%	15%	18%	30%	20%	27%	30%	27%	22%	20%
	Reduzido	27%	17%	17%	8%	8%	9%	20%	10%	9%	0%	0%	0%	11%
	N. Pagadores	11	12	12	12	13	11	10	10	11	10	11	9	132
Software e Dados	Incremental	-	-	-	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Mínimo	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Reduzido	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	N. Pagadores	0	0	0	1	1	1	1	2	2	3	4	4	19
Telecomunicações	Incremental	100%	67%	50%	100%	100%	50%	67%	50%	33%	100%	75%	100%	76%
	Mínimo	0%	33%	0%	0%	0%	50%	33%	50%	0%	0%	25%	0%	16%
	Reduzido	0%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	67%	0%	0%	0%	8%

Continua

Continuação

Tabela 6 (4) – Níveis de *payout* por setor econômico

Setor Econômico	Nível de Payout	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Telecomunicações	N. Pagadores	1	3	2	3	4	4	3	2	3	4	4	4	37
Têxtil	Incremental	40%	67%	67%	44%	56%	64%	77%	71%	67%	67%	83%	55%	65%
	Mínimo	60%	33%	22%	44%	33%	18%	0%	7%	13%	17%	8%	36%	21%
	Reduzido	0%	0%	11%	11%	11%	18%	23%	21%	20%	17%	8%	9%	14%
	N. Pagadores	5	6	9	9	9	11	13	14	15	12	12	11	126
Transporte Serviços	Incremental	0%	67%	80%	67%	86%	71%	63%	75%	50%	63%	63%	67%	67%
	Mínimo	100%	33%	0%	17%	0%	29%	38%	25%	50%	25%	13%	22%	24%
	Reduzido	0%	0%	20%	17%	14%	0%	0%	0%	0%	13%	25%	11%	9%
	N. Pagadores	1	3	5	6	7	7	8	8	8	8	8	9	78
Veículos e Peças	Incremental	67%	75%	60%	100%	100%	83%	83%	83%	100%	86%	83%	33%	80%
	Mínimo	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	17%	3%
	Reduzido	33%	25%	40%	0%	0%	17%	17%	17%	0%	14%	0%	50%	17%
	N. Pagadores	3	4	5	5	5	6	6	6	6	7	6	6	65
Outros	Incremental	83%	94%	56%	50%	61%	46%	58%	59%	58%	48%	65%	66%	60%
	Mínimo	8%	0%	19%	20%	4%	25%	13%	19%	19%	33%	16%	17%	18%
	Reduzido	8%	6%	25%	30%	35%	29%	29%	22%	23%	20%	18%	17%	22%
	N. Pagadores	12	16	16	20	23	28	31	37	43	46	49	47	368

Para identificar se as empresas que pagaram *payout* incremental, mínimo ou reduzido, continuaram a fazê-lo durante os anos de análise, apresentam-se as respectivas avaliações de continuidade de pagamento de dividendos na Tabela 7, na Tabela 8 e na Tabela 9. Rememore-se que, para interpretação, combinam-se as linhas com as colunas.

Tabela 7 (4) – Continuidade de pagamento de *payout* incremental

A classificação refere-se ao percentual das empresas que distribuíram, ou não, *payout* incremental e continuaram com esta prática ao longo dos anos.

<i>Payout Incremental</i>	Não	Sim	Total
Não	64,03%	35,95%	100%
Sim	16,83%	83,17%	100%
Total	32,59%	67,11%	100%

Pelos dados da Tabela 7, do total das empresas pagadoras de dividendos da amostra, 32,59% não pagou valor incremental, dessas 64,03% não o fizeram durante todo o período e 35,97% distribuíram *payout* incremental em algum ano. Por sua vez, das empresas pagadoras de dividendos incrementais, 83,17%, assim se mantiveram por todos os anos, e 16,83% também distribuíram dividendos mínimos ou reduzidos em algum ano.

Tabela 8 (4) – Continuidade de pagamento de *payout* mínimo

A classificação refere-se ao percentual das empresas que distribuíram, ou não, *payout* mínimo e continuaram com esta prática ao longo dos anos.

<i>Payout Mínimo</i>	Não	Sim	Total
Não	89,16%	10,84%	100%
Sim	41,87%	58,13%	100%
Total	80,56%	19,85%	100%

Segundo dados da Tabela 8, 19,85% das empresas pagadoras de dividendos optaram por distribuir dividendos mínimos, dessas, 58,13% mantiveram esta escolha durante todo o período, e 41,87% pagou dividendos reduzidos ou incrementais em pelo menos um ano.

Tabela 9 (4) – Continuidade de pagamento de *payout* reduzido

A classificação refere-se ao percentual das empresas que distribuíram, ou não, *payout* reduzido e continuaram com esta prática ao longo dos anos.

<i>Payout Reduzido</i>	Não	Sim	Total
Não	93,15%	6,85%	100%
Sim	52,07%	47,93%	100%
Total	87,27%	12,73%	100%

Na Tabela 9, dos 12,73% de empresas pagadoras de *payout* reduzido 47,93% continuaram a fazer por todos os anos e 51,85% distribuíram valores mínimos ou incrementais em algum momento.

4.3.2 Síntese dos Resultados

Dispõe-se neste tópico uma síntese dos resultados no decorrer desta seção, objetivando oferecer ao leitor maior compreensibilidade.

De acordo com a análise dos dados, os resultados indicam:

- Majoritariamente da adoção nos estatutos sociais das empresas de 25% do Lucro Líquido Ajustado como *payout* mínimo;
- Maior predominância de pagamento de *payout* incremental e preferência em manter este nível de pagamento;
- Nem sempre os setores econômicos com maior montante de dividendos distribuem os maiores percentuais de *payout*;
- Os setores econômicos que distribuem conjuntamente maiores montantes e *payout* são Software e Dados, Energia Elétrica, Finanças e Seguros e Telecomunicações.

Apresentadas as discussões sobre a política e o pagamento de dividendos passa-se à investigação dos fatores a eles relacionados.

4.4 Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos e ao *Payout* Incremental

Nesta seção, atinge-se o terceiro objetivo específico deste estudo, a análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e sua relação com o pagamento de *payout* incremental, esta é realizada em quatro etapas: (I) Primeiramente é observada a estatística descritiva das variáveis e a correlação entre as variáveis independentes (II) Posteriormente é realizada análise univariada dos fatores conforme pagamento de dividendos e nível de *payout*, seguindo a metodologia de Fama e French (2000) DeAngelo, DeAngelo (2005), Stulz (2006) e Denis e Osobov (2008). Por fim, (III) são discutidos os modelos que avaliam a relação dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e (IV) de *payout* incremental.

4.4.1 Estatística Descritiva das Variáveis Independentes

Na Tabela 10, é apresentada a estatística descritiva das variáveis independentes com o intuito de analisá-las na amostra, identificando valores discrepantes.

Dos fatores relacionados à rentabilidade (ROE e ROA), a *proxy* ROE nos anos de 2003, 2004 e 2007 e 2011 mostrou maiores distâncias entre os valores estatísticos e desvio padrão. Nos demais anos, mesmo com certas distâncias entre os valores de máximo e mínimo, o desvio padrão esteve entre 0,24 e 0,41, e os valores de média e mediana se mostram próximos. O ROA apresenta menores variações entre os anos, se mostrando mais estável do que o ROE, seja por suas médias e medianas estarem mais próximas, seja pelo desvio padrão variar entre 0,15 e 0,57.

Tabela 10 (4) – Estatística descritiva das variáveis independentes

As variáveis investigadas foram retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), variação do ativo total (*VarAt*), oportunidade de crescimento mensurada pelo valor de mercado (*VtAt*), variação da receita (*Sgr*) mix do patrimônio líquido (*MixPl*), mix do ativo (*MixAt*), idade, tamanho (*LnAt*) endividamento (*endiv*) proporção de caixa (*CxAt*), concentração acionária (*AcMaj*).

Ano	Estatística	ROE	ROA	<i>VarAt</i>	<i>VtAt</i>	<i>Sgr</i>	<i>MixPl</i>	<i>MixAt</i>	idade	<i>LnAt</i>	<i>Endiv</i>	<i>CxAt</i>	<i>Instr ec</i>	<i>AcMaj</i>
2002	Obs.	132	143	144	132	144	142	144	144	144	143	144	141	139
	Média	0	-0.02	0.03	1.72	-0.01	0.24	0.14	53.18	9.26	0.66	0.06	0.08	0.54
	Mediana	0.07	0.03	0	1.21	0	0.22	0.11	52	9.35	0.46	0.02	0.03	0.53
	Desv Pad	0.52	0.33	0.40	1.50	0.45	0.22	0.15	35.84	0.92	1.23	0.09	0.19	0.26
	Mínimo	-2.49	-2.01	-0.99	0.14	-1	-0.06	0	0	5.58	0	0	0	0.11
	Máximo	1.87	0.98	3.69	9.47	4.17	0.89	0.61	175	11.97	9.20	0.48	1.89	1
2003	Obs.	136	149	151	115	151	153	153	156	153	152	153	146	124
	Média	-0.07	-0.02	0.02	0.95	0.04	0.17	0.09	54.19	8.98	0.50	0.05	0.10	0.59
	Mediana	0.06	0.01	-0.02	0.89	0	0.05	0.02	50	8.92	0.43	0.02	0.05	0.58
	Desv Pad	0.59	0.25	0.31	0.45	0.53	0.24	0.13	35.78	0.92	0.65	0.10	0.22	0.25
	Mínimo	-4.42	-1.76	-0.94	0.06	-1.06	-0.03	-0.02	0	5.71	0	0	0	0.11
	Máximo	0.71	0.59	2.70	3.24	4.64	1.89	0.69	194	11.62	7.41	0.81	2.14	1
2004	Obs.	145	157	157	127	156	160	160	164	160	159	160	149	118
	Média	0.06	0.03	0.02	1.23	0.02	0.17	0.11	54.10	8.95	0.43	0.04	0.11	0.61
	Mediana	0.09	0.04	-0.03	1	0	0.09	0.03	49.50	9	0.41	0.01	0.05	0.60
	Desv. Pad	0.63	0.15	0.33	0.98	0.42	0.20	0.15	36.08	0.92	0.34	0.10	0.25	0.25
	Mínimo	-3.90	-0.57	-0.98	0.12	-1.05	-0.06	-0.02	0	5.68	0	0	0	0.11
	Máximo	3.60	0.84	2.56	9.82	3.96	0.74	0.68	195	11.66	2.77	0.78	1.93	1
2005	Obs.	153	170	170	149	168	172	172	180	172	171	172	163	133
	Média	0.11	0.04	0.06	1.47	0.07	0.19	0.11	54.39	9.02	0.46	0.05	0.09	0.59
	Mediana	0.11	0.04	0	1.07	0.01	0.11	0.05	50	9.03	0.41	0.02	0.05	0.57
	Desv. Pad	0.24	0.16	0.29	1.19	0.43	0.20	0.14	35.52	0.91	0.41	0.10	0.18	0.25
	Mínimo	-1.04	-0.91	-0.49	0.29	-1	-0.10	-0.02	0	5.59	0	0	0	0.12
	Máximo	0.72	0.46	2.62	10.79	3.91	0.72	0.65	196	11.62	3.47	0.77	1.71	1

Continua

Continuação

Tabela 10 (4) – Estatística descritiva das variáveis independentes

Ano	Estatística	ROE	ROA	VarAt	VtAt	Sgr	MixPl	MixAt	idade	LnAt	Endiv	CxAt	Instr ec	AcM aj
2006	Obs.	190	205	196	172	195	206	206	213	206	205	206	186	159
	Média	0.06	0.02	0.04	1.62	0.02	0.18	0.11	52.83	8.96	0.45	0.07	0.10	0.58
	Mediana	0.10	0.05	0.01	1.19	0	0.13	0.05	49	9.02	0.41	0.03	0.05	0.57
	Desv. Pad	0.46	0.28	0.23	1.21	0.37	0.19	0.14	36.99	0.94	0.44	0.11	0.20	0.25
	Mínimo	-2.56	-2.47	-0.72	0.40	-1	-0.28	-0.03	0	4.99	0	0	0	0.12
	Máximo	1.72	0.40	1.32	8.08	3.22	0.66	0.65	205	12.11	4.34	0.79	1.70	1
2007	Obs.	207	227	197	182	195	228	228	231	228	227	228	180	162
	Média	0.13	0.03	0.19	1.96	0.01	0.17	0.10	50.28	9	0.45	0.09	0.09	0.58
	Mediana	0.11	0.04	0.04	1.61	0	0.08	0.03	46	9.03	0.37	0.03	0.04	0.56
	Desv. Pad	0.55	0.25	0.60	1.53	0.37	0.21	0.14	35.21	0.94	0.49	0.15	0.21	0.26
	Mínimo	-2.35	-1.97	-0.86	-1.33	-1	-0.38	-0.15	0	3.67	0	0	0	0.11
	Máximo	6.40	1.11	4.51	10.23	3.02	0.99	0.74	198	11.67	4.74	1	2.05	1
2008	Obs.	222	246	228	223	231	247	247	247	247	246	247	187	208
	Média	0.11	0.03	0.34	2.20	0.08	0.16	0.09	49.60	9.09	0.44	0.11	0.09	0.56
	Mediana	0.11	0.04	0.08	1.75	0	0.08	0.03	46	9.11	0.36	0.04	0.04	0.53
	Desv. Pad	0.30	0.19	0.91	1.52	0.51	0.18	0.12	35.08	0.87	0.51	0.18	0.20	0.26
	Mínimo	-1.91	-1.45	-0.72	0.23	-1	-0.01	-0.03	0	5.15	0	0	0	0.11
	Máximo	1.92	0.51	5.87	8.44	5.07	0.70	0.66	199	11.74	5.16	1	1.69	1
2009	Obs.	231	256	253	232	250	258	258	259	258	256	258	199	214
	Média	0.06	-0.01	0.16	1.36	0.10	0.19	0.10	50.35	9.10	0.51	0.10	0.08	0.57
	Mediana	0.10	0.04	0.04	1.05	0	0.12	0.05	47	9.14	0.39	0.04	0.04	0.56
	Desv. Pad	0.41	0.31	0.51	0.91	0.66	0.19	0.13	35.06	0.97	0.69	0.16	0.15	0.26
	Mínimo	-3.12	-2.60	-1	0.31	-3.27	-0.01	-0.05	0	3.85	0	0	0	0.11
	Máximo	1.38	0.45	4.21	7.21	5.89	0.72	0.65	200	11.86	6.59	1	1.09	1
2010	Obs.	252	274	270	251	270	275	276	276	276	275	276	252	233
	Média	0.14	0.04	0.11	1.98	0.07	0.20	0.11	49.50	9.12	0.55	0.10	0.10	0.53
	Mediana	0.12	0.06	0.02	1.50	0	0.15	0.07	48	9.17	0.38	0.05	0.04	0.52
	Desv. Pad	0.46	0.34	0.40	1.62	0.67	0.20	0.13	34.98	0.97	1.05	0.14	0.19	0.26
	Mínimo	-2.16	-2.11	-0.57	0.37	-2.98	-0.01	-0.05	0	3.83	0	0	0	0.12
	Máximo	3.54	3.30	2.66	13.28	5.44	0.99	0.65	201	11.95	12.36	1	1.14	1
2011	Obs.	257	276	262	247	263	277	277	278	277	277	277	255	247
	Média	0.14	0	0.25	1.87	0.17	0.23	0.13	49.94	9.17	0.50	0.06	0.10	0.53
	Mediana	0.11	0.05	0.11	1.38	0.02	0.20	0.09	49	9.22	0.38	0.01	0.04	0.53
	Desv. Pad	0.55	0.57	0.64	1.56	0.68	0.22	0.14	35.43	0.94	0.71	0.11	0.21	0.26
	Mínimo	-2.36	-7.64	-0.85	0.32	-1	-0.01	-0.01	0	4.82	0	0	0	0.11
	Máximo	7.73	1.99	5.25	15.20	5.90	1.10	0.65	202	11.97	7.10	0.80	1.60	1
2012	Obs.	267	286	281	265	282	286	286	286	286	286	286	264	278
	Média	0.08	0.02	0.20	1.67	0.03	0.23	0.13	50.81	9.21	0.49	0.06	0.10	0.53
	Mediana	0.10	0.04	0.04	1.23	0	0.22	0.09	49.50	9.25	0.40	0.02	0.04	0.53
	Desv. Pad	0.33	0.21	0.62	1.44	0.42	0.23	0.14	35.37	0.89	0.73	0.12	0.21	0.26
	Mínimo	-1.79	-1.68	-0.55	0	-1.27	-0.61	0	0	5.21	0	0	0	0.11
	Máximo	2.14	0.87	4.91	15	3.18	1.30	0.69	203	12.03	8.48	1	1.59	1
2013	Obs.	263	283	280	265	278	284	285	285	285	285	285	263	274
	Média	0.08	0.01	0.04	1.81	0.02	0.23	0.14	50.67	9.24	0.58	0.05	0.09	0.52
	Mediana	0.08	0.04	0.01	1.24	0	0.20	0.10	49	9.32	0.41	0.02	0.04	0.52
	Desv. Pad	0.30	0.24	0.26	1.74	0.40	0.22	0.15	35.47	0.88	1.06	0.09	0.19	0.25
	Mínimo	-2.20	-2.63	-0.81	0	-1.40	-0.29	-0.03	0	5.45	0	0	0	0.11
	Máximo	1.59	0.60	1.46	12.96	4.10	1.51	0.76	204	12.07	9.67	0.75	1.91	1

Analisando os indicadores de oportunidade de crescimento (*VarAt*, *VtAt*, *Sgr*), a *VarAt* segue um padrão semelhante nos anos estudados com valores próximos de média e mediana e desvio padrão variando entre 0,23 e 0,91. A *VtAt* segue padrões semelhantes entre os anos, com desvio padrão variando entre 0,45 e 1,74 e sem grandes discrepâncias entre os anos. Por sua vez, a *Sgr* é a que apresenta menor amplitude de desvio, variando entre 0,37 e 0,68.

Comparando os dados estatísticos com as variáveis indicadoras de ciclo de vida, o *MixPl* tem valores próximos de média e mediana em todos os anos e desvio padrão variando entre 0,18 e 0,24. O *MixAt*, apresentou valores estatísticos mais próximos, sem variações significativas entre os anos

As demais variáveis indicadoras de idade, tamanho (*LnAt*), endividamento (*Endiv*), proporção de caixa (*CxAt*), risco (*Instrec*) concentração acionária (*AcMaj*) não apresentaram mudanças significativas entre os anos.

Passando à análise de correlação, com o intuito de investigar o grau de associação linear e a ocorrência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, apresenta-se na Tabela 11 (4) – Matriz de Correlação das variáveis independentes.

Conforme dados da referida tabela apenas as variáveis ROE e ROA (0,6687) apresentaram alta correlação⁵, porém, como são variáveis excludentes, por serem utilizadas para testar a robustez do indicador de rentabilidade, não há maiores preocupações

Além das questões de multicolinearidade, vale mencionar as correlações referentes a indicadores de tamanho, oportunidade de crescimento, idade e ciclo de vida, por terem sido discutidas conjuntamente no decorrer deste estudo e fundamentada a perspectiva de que empresas mais jovens, menores e menos maduras possuem maiores oportunidades de crescimento e têm menor probabilidade de distribuir dividendos. Porém, ressaltando que, pela análise de correlação, não se busca indicar tendência.

Nesse contexto, primeiramente destaca-se a correlação negativa entre a variável idade e as indicadoras de oportunidade de crescimento (*VarAt*, *VtAt* e *Sgr*), indicando que linearmente seguem sentidos opostos, corroborando que empresas mais jovens podem apresentar maior oportunidade de crescimento.

⁵ Conforme Hair et al (2009), é considerada alta correlação quando esta é $> \pm 0.70$, e correlação moderada no intervalo de $\pm 0,41 - \pm 0,70$

Tabela 11 (4) – Matriz de Correlação das variáveis independentes

As variáveis correlacionadas foram retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), variação do ativo total (*VarAt*), oportunidade de crescimento mensurada pelo valor de mercado (*VtAt*), variação da receita (*Sgr*) mix do patrimônio líquido (*MixPl*), mix do ativo (*MixAt*), idade, tamanho (*LnAt*) endividamento (*Endiv*) proporção de caixa (*CxAt*), risco (*Instrec*), concentração acionária (*AcMaj*), governança corporativa e recompra de ações (recomp).

	ROE	ROA	<i>VarAt</i>	<i>VtAt</i>	<i>sgr</i>	<i>MixPl</i>	<i>MixAt</i>	<i>Idade</i>	<i>LnAt</i>	<i>Endiv</i>	<i>CxAt</i>	<i>Instrec</i>	<i>AcMaj</i>	gc	recomp
ROE	1														
ROA	0.6687	1													
<i>VarAt</i>	0.0692	0.0966	1												
<i>VtAt</i>	0.26	0.2626	0.166	1											
<i>Sgr</i>	0.0067	0.0161	0.0843	-0.0054	1										
<i>MixPl</i>	0.2714	0.3326	-0.0371	0.0884	-0.0111	1									
<i>MixAt</i>	0.1897	0.3717	-0.0416	0.0531	-0.0298	0.7888	1								
idade	0.0227	0.053	-0.0937	-0.1509	-0.0406	0.2062	0.1086	1							
<i>LnAt</i>	0.1609	0.1365	-0.005	-0.0556	0.0725	0.1061	-0.0381	0.0961	1						
endiv	-0.0237	-0.1369	-0.0295	-0.0598	0.0543	-0.0864	-0.4943	0.1556	0.1119	1					
<i>CxAt</i>	0.0831	0.0424	0.1964	0.1893	0.0507	0.0033	0.0046	-0.068	-0.1463	-0.0401	1				
<i>Instrec</i>	-0.0128	0.0203	-0.0081	-0.0177	0.0571	-0.0602	-0.0675	-0.0482	0.0312	0.0648	-0.0218	1			
<i>AcMaj</i>	0.0104	-0.0213	-0.0414	-0.0734	-0.0431	0.0534	0.047	0.0657	0.0153	0.0217	-0.0726	-0.0366	1		
gc	0.0481	0.0792	0.0943	0.1415	0.0809	-0.098	-0.0248	-0.1638	0.3502	-0.1193	0.0467	0.0347	-0.2674	1	
recomp	0.0582	0.0599	-0.0318	0.0053	-0.0196	0.0317	0.0035	-0.0057	0.0285	0.031	0.0478	-0.0061	-0.0809	0.0828	1

Comparando correlações positivas entre a maturidade (*MixAt* e *MixPl*), a oportunidade de crescimento (*VarAt* e *Sgr*), pode-se entender que empresas mais maduras se mostrariam com menores oportunidades de crescimento. A mesma perspectiva não é alcançada com a *proxy* de crescimento *VtAt*, haja vista o sinal positivo da correlação.

Voltando-se à variável tamanho (*LnAt*), observa-se correlação positiva às indicadoras de oportunidade de crescimento *VarAt* e *VtAt*, e ciclo de vida (*MixPl*), indicando que caminham linearmente na mesma direção, e, assim, empresas maiores são mais maduras com maior oportunidade de crescimento. Porém, são observados sinais opostos para a *proxy* de crescimento *Sgr* e a de ciclo de vida *MixAt*, não corroborando com a perspectiva.

Tendo apresentado a estatística descritiva e a correlação entre as variáveis independentes, passa-se a análise univariada dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e níveis de *payout*.

4.4.2 Análise Univariada dos Fatores Relacionados ao pagamento de Dividendos e ao payout

Seguindo o percurso metodológico de Fama e French (2000), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2008), neste tópico são discutidos individualmente os fatores relacionados ao pagamento de dividendos, comparando as médias das variáveis estudadas das empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos e das empresas classificadas conforme níveis de *payout*. Além das médias é apresentado o teste de hipótese Kruskal-Wallis, que evidencia a existência de diferenças entre os grupos, e a correlação de Spearman, que mede a relação entre as variáveis.

a) Rentabilidade

Espera-se que empresas pagadoras de dividendos tenham maiores médias de ROE e ROA, do que as não pagadoras de dividendos, assim como as que distribuíram *payout* incremental em relação as que distribuíram *payout*'s mínimo e reduzido.

Conforme a Tabela 12, o teste de Kruskal-Wallis confirma a hipótese de diferença de média entre os grupos para as duas variáveis. Ambas, ROE e ROA possuem correlação positiva

e significativa para os grupos que identificam dividendos e para o de *payout* incremental, e não significativa para as empresas que distribuíram *payout* mínimo ou reduzido.

Consistente com Fama e French (2000), DeAngelo, De Angelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2008), as empresas pagadoras de dividendos possuem maiores ROE e ROA médios do que as empresas não pagadoras de dividendos.

Tabela 12 (4) – Sumário estatístico das variáveis de rentabilidade por grupos de dividendos

O sumário estatístico refere-se às variáveis ROE e ROA de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido.

Pagamento de Dividendos	Média	kwallis	Spearman
ROE			
Não	-0,12	0,00	0.4062*
Sim	0,16	0,00	
Incremental	0,18	0,00	0.3269*
Mínimo	0,12	0,00	0.0228
Reduzido	0,11	0,00	0.0057
Amostra	0,05	-	-
ROA			
Não	-0,12	0,00	0.4229*
Sim	0,08	0,00	
Incremental	0,09	0,00	0.3142*
Mínimo	0,07	0,02	0.0348
Reduzido	0,06	0,00	0.0357
Amostra	0,06	-	-

Por sua vez, avaliando os níveis de *payout*, as empresas que distribuíram dividendos incrementais têm ROE e ROA médios maiores do que as que distribuíram dividendos mínimos e/ou reduzido, assim, empresas com maior rentabilidade tendem a distribuir maiores dividendos.

b) Oportunidade de Crescimento

Empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a pagar menores dividendos, pela necessidade de aporte de caixa nos novos investimentos. Esta premissa foi observada pela razão do valor de mercado do capital total pelo valor contábil do ativo total, a *proxy* *VtAt*, pela variação total do ativo, indicado pela *proxy* *VarAt* e pela taxa de crescimento da receita, utilizando a *proxy* *Sgr*. Os sumários estatísticos dessas variáveis são apresentados na Tabela 13.

Tabela 13 (4) - Sumário estatístico das variáveis de Oportunidade de Crescimento por grupos de dividendos

O sumário estatístico refere-se às variáveis de oportunidade de crescimento, *VarAt*, *VtAt* e *Sgr*, de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

Pagamento de Dividendos	Média	kwallis	Spearman
<i>VarAt</i>			
Não	0,11	0,00	0,1102*
Sim	0,14	0,00	
Incremental	0,12	0,00	-0,0108
Mínimo	0,21	0,00	0,1163*
Reduzido	0,15	0,45	0,0361
Amostra	0,13	-	-
<i>VtAt</i>			
Não	1,81	0,65	0,1153*
Sim	1,66	0,65	
Incremental	1,75	0,00	0,1404*
Mínimo	1,57	0,25	0,0114
Reduzido	1,37	0,00	-0,0815*
Amostra	1,71	-	-
<i>Sgr</i>			
Não	0,01	0,00	0,1205*
Sim	0,07	0,00	
Incremental	0,08	0,59	0,0726*
Mínimo	0,08	0,84	0,0301
Reduzido	0,03	0,33	0,0144
Amostra	0,05	-	-

Analisando a proxy *VarAt*, o teste de Kruskal-Wallis confirma a hipótese de diferença de média entre os grupos, exceto para as pagadoras de *payout* reduzido. Quanto às médias, diferente do encontrado por Fama e French (2000), DeAngelo, De Angelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2008), as empresas não pagadoras de dividendos têm menor média (0,11) do que as que pagaram (0,14). Porém, as que distribuíram *payout* incremental possuem menor média (0,12) da *VarAt* do que os de *payout* mínimo e reduzido. Além disso, quando a correlação de Spearman foi significativa, apresentou sinal positivo, contrário ao esperado.

Para a proxy *VtAt*, o teste de Kruskal-Wallis, apenas confirma a hipótese de diferença de média para as empresas de *payout* incremental e a de reduzido. Nisso, as que distribuíram *payout* incremental apresentaram maior média de *VtAt*, do que as que distribuíram *payout* mínimo e reduzido, logo, sendo assim, os resultados são contrários ao pressuposto de que empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a pagar menores dividendos. Observando a correlação, semelhante à *VarAt*, os valores de correlação foram positivos, dessa forma, também contrapondo o esperado.

Considerando a variação da receita, *Sgr*, o teste de Kruskal-Wallis apenas confirma a diferença de média entre as pagadoras e não pagadoras de dividendos, indicando que as empresas com maiores oportunidades de crescimento são as que pagam dividendos. Quanto à correlação, os resultados, quando significativos, foram positivos, contrário ao esperado.

c) Ciclo de Vida

Para os indicadores de ciclo de vida, espera-se que empresas mais maduras paguem maiores dividendos. As variáveis utilizadas para mensurar o ciclo de vida são *MixPl*, *MixAt* e seus respectivos sumários são apresentados na Tabela 14.

Tabela 14 (4) - Sumário estatístico das variáveis Ciclo de Vida

O sumário estatístico refere-se às variáveis de ciclo de vida, *MixPl* e *MixAt*, de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

Pagamento de Dividendos	Média	kwallis	Spearman
<i>MixPl</i>			
Não	0,08	0,00	
Sim	0,26	0,00	0.4015*
Incremental	0,26	0,79	0.2246*
Mínimo	0,25	0,68	0.0917*
Reduzido	0,26	0,92	0.0859*
Amostra	0,20	-	-
<i>MixAt</i>			
Não	0,04	0,00	
Sim	0,15	0,00	0.3825*
Incremental	0,15	0,96	0.2164*
Mínimo	0,14	0,89	0.0811*
Reduzido	0,17	0,82	0.0851*
Amostra	0,11	-	-

Segundo dados da Tabela 14, o teste de Kruskal-Wallis confirma a hipótese de diferença de média apenas para a amostra de empresas que paga, ou não, dividendos. Por outro lado, a correlação de Spearman foi positiva e significativa para todos, como esperado.

Semelhante aos resultados de DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2009), as médias das variáveis *MixPl* e *MixAt* das empresas pagadoras são maiores do que das empresas não pagadoras. Para os grupos de *payout*, a premissa não foi analisada pelo teste de Kruskal-Wallis não ter sido significante.

d) Idade

Para esta *proxy*, espera-se que as empresas que pagaram dividendos e o fizeram acima do mínimo estabelecido paguem maiores dividendos. Na Tabela 15, comparam-se os valores médios das idades.

Tabela 15 (4) - Sumário estatístico da variável Idade

O sumário estatístico refere-se à variável idade de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

Pagamento de Dividendos	Média	kwallis	Spearman
<i>Idade</i>			
Não	46,28	0,00	0.1277*
Sim	53,74	0,00	
Incremental	54,51	0,99	0.0557*
Mínimo	52,65	0,99	0.0534*
Reduzido	51,60	0,99	0.025
Amostra	51,29	-	-

Segundo dados da Tabela 145, o teste de Kruskal-Wallis confirma a hipótese de diferença de média apenas entre empresas que pagam, ou não, dividendos, e os resultados indicam que a idade média das empresas pagadoras de dividendos é maior do que a das empresas que não pagaram. Quanto à correlação, quando significativa, se mostrou positiva e significativa, como esperado.

e) Tamanho

Empresas maiores tendem a pagar maiores dividendos. Esta premissa é analisada pela *proxy LnAt*, que representa o logaritmo natural do ativo total das empresas.

Segundo dados Tabela 16, o teste de Kruskal-Wallis, as médias apenas não são diferentes para pagadores de *payout* mínimo. Por sua vez, a correlação de Spearman é significativa para todos, porém, para pagadores de *payout* reduzido, apresentou sinal negativo.

Equivalente a Fama e French (2000), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2008), as empresas que distribuem dividendos são maiores do que as que não distribuem dividendos, confirmando a proposição teórica. Quanto aos níveis de *payout*, a média total dos grupos também certifica a premissa, pois as que distribuíram dividendos incrementais (9.36) têm tamanho médio maior do que as que distribuíram dividendos mínimos (9.29) ou reduzidos (9.23).

Tabela 16 (4) - Sumário estatístico da variável Tamanho

O sumário estatístico refere-se à variável tamanho, mensurada pelo logaritmo natural do ativo, de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Média	kwallis	Spearman
<i>Tam</i>			
Não	8,65	0,00	
Sim	9,32	0,00	0.1776*
Incremental	9,35	0,03	0.1399*
Mínimo	9,29	0,89	0.0511*
Reduzido	9,23	0,00	-0.0400*
Amostra	9,10	-	-

Para dar robustez ao achado, seguindo a metodologia de DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), na Tabela 17, as empresas também foram separadas em quartis conforme tamanho, onde, no primeiro quartil estão as empresas com menor *LnAt* (logaritmo natural do ativo) e no quarto quartil estão as empresas de maior *LnAt*.

Tabela 17 (4) – Distribuição dos grupos de dividendos nos quartis de tamanho

O sumário estatístico refere-se à distribuição por quartis de tamanho de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Q1	Q2	Q3	Q4
<i>LnAt</i>				
Não Pagadoras	14%	8%	6%	4%
Pagadoras	11%	17%	19%	20%
Incremental	11%	15%	19%	21%
Mínimo	3%	5%	6%	6%
Reduzido	2%	5%	4%	3%
Amostra	25%	25%	25%	25%

Analisando a distribuição, pode ser observado que as empresas não pagadoras têm maior concentração no Q1(14%), e, a medida que passa-se aos quartis com empresas maiores, sua concentração se reduz até 4% no Q4. Contrariamente ocorre com as pagadoras de dividendos e as de *payout* incremental, havendo menor concentração nos primeiros quartis (Q1 e Q2) e maior concentração nos últimos. Já as de *payout* mínimo, têm menor concentração nos Q1 e Q2 do que nos Q3 e Q4. Por sua vez, as que distribuem dividendos mínimos se distribuem de maneira parecida, somando 7% nos Q1 e Q2 e 7% nos Q3 e Q4.

f) Endividamento

Para análise de endividamento, espera-se que empresas mais endividadas tendam a distribuir menores dividendos. Para mensurar o endividamento, adota-se a razão do passivo exigível pelo ativo total, cujo sumário estatístico é apresentado na Tabela 18.

Segundo o teste de Kruskal-Wallis, as médias se mostram significativamente diferentes para pagadoras e não pagadoras e distribuidoras de *payout* incremental. As correlações são significantes e negativas para pagadoras, não pagadoras, as empresas que distribuíram *payout* incremental e reduzido, indicando que os grupos e as variáveis seguem sentidos opostos.

Tabela 18 (4) - Sumário estatístico da variável Endividamento

O sumário estatístico refere-se à variável endividamento de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Média	kwallis	Spearman
<i>Endiv</i>			
Não Pagadoras	0,77	0,00	
Pagadoras	0,37	0,00	-0.1233*
Incremental	0,38	0,09	-0.0512*
Mínimo	0,37	0,51	-0.0291
Reduzido	0,34	0,12	-0.0543*
Amostra	0,50	-	-

Semelhante ao encontrado por Fama e French (2000), as empresas não pagadoras são em média mais endividadas do que as empresas pagadoras de dividendos. Relacionando os grupos de *payout* não é possível afirmar que empresas menos endividadas distribuem maior parcela dos lucros, pois as empresas que repassam dividendos incrementais (0.38) são mais endividadas do que as que optam pelo mínimo (0.37) e pelo reduzido (0.34). Mas, vale ressaltar que esses resultados podem indicar que os gestores remuneraram melhor seus sócios em decorrência do risco proveniente de maior endividamento.

g) Proporção de Caixa

Pressupõe-se que empresas com maior percentual de caixa em relação ao ativo total remunerem mais os seus sócios por terem maior montante de recursos disponíveis, este indicador é representado pela *proxy CxAt*.

No sumário estatístico da Tabela 19, o teste de Kruskal-Wallis denota que não há diferença de média para as empresas que distribuem dividendos mínimos e reduzidos. Já as correlações foram significantes e positivas para a amostra que identifica as que pagam, ou não, dividendos e as pagadoras de *payout* incremental.

Tabela 19 (4) – Sumário estatístico da variável Proporção de Caixa

O sumário estatístico refere-se à variável *CxAt* de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Média	kwallis	Spearman
<i>CxAt</i>			
Não Pagadoras	0,073	0,00	0.0883*
Pagadoras	0,074	0,00	
Incremental	0,077	0,01	0.1158*
Mínimo	0,069	0,12	-0.03
Reduzido	0,067	0,12	-0.0311
Amostra	0,074	-	-

Voltando-se primeiramente para relação de pagadoras *versus* não pagadoras, os resultados obtidos nas médias totais são semelhantes aos de Denis e Osobov (2009), pois as empresas não pagadoras de dividendos possuem menor proporção caixa (0.05) do que as pagadoras (0.073), porém com uma diferença de apenas 0,001.

Quanto à análise dos valores das médias do caixa pelos níveis de *payout*, não é possível realizar comparação pois o teste de Kruskal-Wallis não foi significativo para os grupos que distribuíram dividendos mínimos e reduzidos.

h) Risco

Empresas que se arriscam mais tendem a pagar menores dividendos. Para mensurar o risco, foi utilizado a *proxy Instrec*, que mensura o desvio padrão do logaritmo das receitas dos últimos quatro períodos.

Conforme Tabela 20, o teste de Kruskal-Wallis, apenas foi significativo para as empresas quando pagadoras de *payout* incremental, a correlação de Spearman apenas se mostrou significativa para as pagadoras de dividendos reduzidos.

Tabela 20 (4) - Sumário estatístico da variável Risco

O sumário estatístico refere-se à variável *Instrec* de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. A significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Média	kwallis	Spearman
<i>InstRec</i>			
Não Pagadoras	0,12	0,75	
Pagadoras	0,08	0,75	0.0273
Incremental	0,08	0,07	-0.022
Mínimo	0,10	0,42	0.0297
Reduzido	0,07	0,12	0.0394*
Amostra	0,09	-	-

Comparando as médias, apenas as que se mostraram diferentes e significativas foram as empresas que distribuíram dividendos incrementais. Diante dos dados apresentados na Tabela 20, não é possível afirmar que empresas que se arriscam mais tendam a distribuir maiores dividendos.

i) Concentração Acionária

Companhias com menor concentração acionária tendem a pagar maiores dividendos. Para mensurar a concentração acionária, foi levantado o percentual de ações com direito a voto pertencente ao acionista majoritário de cada empresa.

Tabela 21 (4) - Sumário estatístico da variável Concentração Acionária

O sumário estatístico refere-se à variável *AcMaj* de empresas que distribuíram, ou não, dividendos, e das que distribuíram *Payout* incremental, mínimo e reduzido. Significância a $p < 0,10$ é destacada com o “*”.

	Média	kwallis	Spearman
<i>AcMaj</i>			
Não Pagadoras	0,56	0,54	0.0319
Pagadoras	0,55	0,54	
Incremental	0,56	0,09	0.0668*
Mínimo	0,51	0,12	-0.0539*
Reduzido	0,54	0,59	-0.0021
Amostra	0,56		

De acordo com os dados da Tabela 21, apenas as empresas que distribuem dividendos incrementais possuem média diferente das demais, além de correlação significativa. Dessa forma, não é possível realizar comparações entre grupos.

Tendo em vista que as variáveis de Governança Corporativa e Recompra de Ações são variáveis binárias, não foram realizadas as análises comparativas de médias. Passando-se, então, ao resumo da análise univariada.

j) Resumo da Análise

Neste tópico, é apresentado o quadro 7, em que é indicado se os resultados dos testes de diferença de média e de significância de correlação foram satisfatórios (Sim/Não).

Quadro 7 (4) – Resumo dos resultados da análise univariada

<i>Proxy</i>	Diferença de Média				Correlação Significante			
	Pagadoras/ Não Pagadoras	<i>Payout</i>			Pagadoras/ Não Pagadoras	<i>Payout</i>		
		Incremental	Mínimo	Reduzido		Incremental	Mínimo	Reduzido
<i>ROE</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
<i>ROA</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
<i>VarAt</i>	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
<i>VtAt</i>	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
<i>Sgr</i>	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
<i>MixPl</i>	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>MixAt</i>	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Idade</i>	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não
<i>LnAt</i>	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Endiv</i>	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim
<i>CxAt</i>	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
<i>Instrec</i>	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
<i>AcMaj</i>	Não	Sim	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não

Tendo realizado a análise univariada, passa-se no tópico posterior à análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e ao *payout* incremental, utilizando regressão logística.

4.4.3 Análise Multivariada dos Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos e ao Payout Incremental

Neste tópico, busca-se examinar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e os relacionados ao *payout* incremental pelos resultados obtidos na regressão logística, com dados em painel desbalanceado. Tomando por base o modelo A7, correspondente ao proposto na (21), a qual é apresentada a seguir.

$$L_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Rent_{it} + \beta_2 Ciclo_{it} + \beta_4 Idade_{it} + \beta_3 Cresc_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_7 CxAt_{it} + \beta_8 Risco_{it} + \beta_9 Acmaj_{it} + \beta_{10} Dgc_{it} + \beta_{11} Drecom_{it} \quad (20)$$

Sendo:

L_{t+1} – variável dependente que pode assumir o valor de 0 ou 1;

$Rent_{it}$ – variável de rentabilidade ROA;

$Ciclo_{it}$ – variável de ciclo de vida *MixPl*;

$Idade_{it}$ – representa o tempo de vida *idade*;

$Cresc_{it}$ – variável de crescimento *VarAt*;

Tam_{it} – tamanho da empresa *tam*;

$Endiv_{it}$ – endividamento;

$CxAt_{it}$ – proporção de caixa em relação ao ativo total;

$Risco_{it}$ – risco da empresa;

$AcMaj_{it}$ – apresenta o percentual de concentração acionária do acionista majoritário;

GC_{it} – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa pertencer a algum nível diferenciado de governança corporativa e 0, do contrário;

$Recompra_{it}$ – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa tiver realizado recompra e 0, do contrário;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

A discussão é realizada em duas etapas, tanto para análise de pagamento de dividendos como de *payout* incremental: (a) primeiramente analisa-se ajustamento do modelo; (b) e, então, segue-se com a análise das *proxies* e considerações sobre robustez dos resultados.

3.5.1.5. Fatores Relacionados ao Pagamento de Dividendos

Nesta seção, são apresentados e discutidos os resultados obtidos para a probabilidade de pagar, ou não dividendos. Os resultados são apresentados na Tabela 22, composta em três partes: na (I) dispõem-se os coeficientes das variáveis com seus respectivos indicativos de significância; na (II) estão os testes estatísticos; e na (III) o percentual de classificação correta.

Analisando a Tabela 22, em relação aos testes estatísticos, o de Wald, que verifica a validade conjunta das variáveis, foi significativo tanto para o A7, como para os demais, pois obteve $p\text{-value} < 0,0001$. Por sua vez, o teste de Rho, que indica a adequação do modelo de painel com efeitos aleatórios, também foi significativo, alcançando $p\text{-value} < 0,0001$ para todos os modelos. Com isso, pode-se dizer que os modelos estão bem ajustados.

Analisando a capacidade preditiva, ou seja, a capacidade que o modelo tem de classificar corretamente as empresas pagadoras e não pagadoras, todos os modelos obtiveram percentual de acerto maior do que 82%.

Por sua vez, analisando os modelos de maneira comparativa, pode-se observar que os coeficientes das variáveis, de forma geral, estão próximos, bem como os percentuais de classificação correta e os valores dos testes AIC e BIC. Essa proximidade de valores, havendo permuta de variáveis, indica robustez e ajustamento do modelo.

Voltando-se à análise das *proxies*, com relação à rentabilidade, o retorno sobre o ativo (ROA) foi significativo e positivo tanto no modelo A7 como nos demais (A8-A12). Substituindo o ROA pelo ROE, modelos A1-A6, os resultados se mantiveram significantes e positivos, mostrando, dessa forma robustez da variável rentabilidade. Semelhante a Fama e French (2000), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Denis e Osobov (2008), por esses resultados, tem-se que empresas mais rentáveis, e, assim, com melhor rentabilidade, têm maior probabilidade de pagar dividendos.

Por sua vez, a *proxy* de oportunidade de crescimento, *VarAt*, não foi significativa, assim como a *VtAt*. Mas a *Sgr* foi significativa, porém, com sinal positivo, indicando que empresas com maior oportunidade de crescimento têm maior probabilidade de distribuir dividendos, oposto do esperado.

Tabela 22 (4) - Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de dividendos

A variável dependente desses modelos é a *pagdivi*, que recebe o valor de 1 se a empresa pagou *payout* incremental e 0, do contrário. As variáveis independentes são: (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), variação do ativo total (*VarAt*), oportunidade de crescimento mensurada pelo valor de mercado (*VtAt*), variação da receita (*Sgr*) mix do patrimônio líquido (*MixPl*), mix do ativo (*MixAt*), idade, tamanho (*LnAt*) endividamento (*Endiv*) proporção de caixa (*CxAt*), instabilidade da receita (*Instrec*) concentração acionária (*AcMaj*), governança corporativa e recompra de ações (recomp), Indicação de dummy Ano, Indicação de Dummy de setor econômico. A operacionalização das variáveis está disposta na seção 3.3. São apresentados (os coeficientes das variáveis com respectivos indicativos de significância; na estão os testes estatísticos de Wald, rho, aic e bic e o percentual de classificação correta. Os coeficientes foram estimados em painel desbalanceado com efeitos aleatórios. Para identificação da significância das variáveis tem-se: * p<,1; ** p<,05; *** p<,01

<i>Proxy</i>	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12
ROE	1,156***	1,171***	1,076***	1,287***	1,329***	1,199***						
ROA							2,811***	3,997***	2,648***	2,811***	4,279***	2,61***
<i>VarAt</i>	-0,232			-0,258			-0,243			-0,247		
<i>VtAt</i>		0,099			0,123			0,095			0,100	
<i>Sgr</i>			0,3926**			0,351*			0,3467*			0,3354*
<i>MixPl</i>	3,468***	3,656***	3,567***				2,776***	3,081***	2,85***			
<i>MixAt</i>				4,653***	4,583***	4,809***				4,246***	3,771***	4,43***
idade	0,006	0,0084*	0,006	0,007	0,0093**	0,007	0,0072*	0,0085*	0,0073*	0,0079*	0,0094**	0,0081*
tam	0,3256*	0,296	0,315	0,3668*	0,348*	,3625*	0,161	0,096	0,168	0,251	0,198	0,266
endiv	-2,239***	-2,089***	-2,192***	-1,416**	-1,289*	-1,319**	-0,9905***	-1,049**	-0,9535***	-0,7424**	-0,803	-0,6791**
<i>CxAt</i>	2,921**	1,554	2,448**	3,287***	1,813	2,837**	2,633**	1,116	2,323**	3,105***	1,495	2,805**
<i>Instrec</i>	-0,462	-0,521	-0,429	-0,437	-0,475	-0,409	-0,272	-0,305	-0,262	-0,347	-0,329	-0,297
<i>AcMaj</i>	0,372	0,180	0,360	0,478	0,282	0,482	0,474	0,346	0,473	0,519	0,420	0,524
gc	0,244	0,203	0,193	0,196	0,147	0,143	0,393	0,373	0,323	0,348	0,304	0,273
recomp	0,326	0,424	0,349	0,309	0,392	0,327	0,220	0,304	0,231	0,258	0,309	0,267
constante	-6,765***	-7,258***	-7,273***	-7,276***	-7,877***	-7,852***	-5,41**	-5,561*	-6,122**	-6,313**	-6,46**	-7,113***
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim						
Dumy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim						
N. Observ.	1920	1793	1912	1921	1793	1913	2073	1916	2062	2075	1917	2064
Testes Estatísticos												
Wald chi2	150,100	136,200	150,800	143,100	131,800	144,300	139,700	123,800	141,000	138,300	124,000	140,300
p Wald chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rho	0,701	0,714	0,701	0,704	0,710	0,702	0,747	0,778	0,748	0,745	0,770	0,743
p rho	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AIC	1430	1315	1427	1445	1330	1442	1515	1370	1510	1522	1382	1517
BIC	1670	1551	1666	1684	1566	1681	1757	1609	1752	1765	1621	1759
Classificação Correta dos Modelos												
Pagadores	96%	96%	96%	95%	96%	96%	96%	95%	96%	95%	95%	95%
Não Pagadores	67%	68%	66%	71%	73%	70%	65%	64%	65%	66%	66%	65%
Classificação	89%	89%	88%	89%	90%	89%	86%	86%	87%	87%	87%	86%

Quanto à variável de ciclo de vida, a *proxy MixPl* foi significativa e positiva, tanto no modelo A7, como em todos os demais em que foi utilizada. Ao substituí-la pela *MixAt*, os resultados foram semelhantes, apontando que empresas mais maduras têm maior probabilidade de distribuir dividendos. Resultados semelhantes foram encontrados por DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Denis e Osobov (2008).

Em relação à idade (*Idade*), foi obtida significância no modelo A7 e nos demais que utilizam o *ROA*. Porém, quando utilizado o *ROE* como *proxy* de rentabilidade, não foi significativo nos modelos A3 e A4.

Quanto ao tamanho das empresas (*tam*), em que se utilizou como *proxy* o logaritmo natural do ativo, não foi obtida significância no modelo base (A7), assim como nos que utilizam o *ROA*. Quanto da utilização do *ROE*, foi alcançada significância nos modelos A1 e A4, que também adotou a *proxy VtAt* como oportunidade de crescimento.

Por sua vez, a variável de endividamento foi significativa e, como esperado, com sinal negativo, indicando que empresas menos endividadas são mais propensas a pagar dividendos, como observado por Vancin e Procianny (2014).

Quanto à proporção de caixa (*CxAt*), os resultados foram significativos e positivos tanto para o modelo A7 como para os demais, apontando que empresas com maior proporção de caixa em relação ao ativo total possuem maior probabilidade de pagar dividendos.

Em relação às variáveis, concentração acionária, risco, governança corporativa e recompra de ações não foi obtida significância.

Em resumo, os resultados mostraram que as variáveis de rentabilidade e ciclo de vida foram significativas e confirmaram sua robustez quando da alternância das *proxies*. Já a variável de oportunidade de crescimento foi significativa apenas para a *proxy Sgr*, pois não confirmou sua robustez quando houve adoção das *VarAt* e *VtAt*.

Dessa forma, os resultados indicam que empresas mais rentáveis, mais maduras, com maior oportunidade de crescimento, mais antigas e com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de pagar dividendos, e que empresas mais endividadas são menos prováveis de pagá-los.

3.5.1.6. Fatores Relacionados ao Pagamento de *Payout* Incremental

Seguindo metodologia semelhante à análise das pagadoras de dividendos, passa-se à análise dos fatores relacionados ao pagamento de *payout* incremental. Ressaltando que foram retiradas da amostra as empresas que não distribuíram dividendos.

Os resultados alcançados são apresentados na Tabela 23 também formada em três partes: na (I) constam os coeficientes das variáveis com respectivos indicativos de significância; na (II) os testes estatísticos; e na (III) o percentual de classificação correta.

Quanto aos testes estatísticos, pelo teste de Wald, todos os modelos foram estatisticamente significantes, pois apresentaram um *p-value* $< 0,05$. Também o teste de Rho foi significativo para todos os modelos, haja vista terem alcançado *p-value* $< 0,0001$. Voltando-se à capacidade preditiva do modelo, foi alcançado um percentual de classificação correta maior do que 84%.

Pela avaliação comparativa dos modelos, os coeficientes das variáveis, estão próximos, bem como os percentuais de classificação correta e os valores dos testes AIC e BIC, indicando robustez e ajustamento dos modelos.

Partindo-se à análise das variáveis do modelo A7, foram significantes as de rentabilidade (ROA), de oportunidade de crescimento (*VarAt*), de proporção de caixa (*CxAt*), de concentração acionária (*AcMaj*) e de governança corporativa (*GC*).

Dessas, a *proxy* de rentabilidade *ROA* foi positiva e significativa, indicando que empresas mais rentáveis tinham maior probabilidade de pagamento de *payout* incremental. Analisando sua robustez, se manteve significativa positiva em todos os modelos em que foi utilizada. Porém, ao substituir pela ROE, apenas foi significativa nos modelos A2 e A5, também com sinal positivo.

A variável de oportunidade de crescimento, apenas foi significativa para a *VarAt*, cujo sinal foi negativo, indicando que empresas com maiores oportunidades de crescimento são menos prováveis de distribuir dividendos incrementais. Nos demais modelos em que fora adotada a *VarAt* se manteve significativa e com sinal negativo.

Quanto à variável de caixa, foi significativa e positiva no modelo A7 e nos demais modelos, confirmando o pressuposto de que empresas com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de pagar *payout* incremental.

Tabela 23 (4) – Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de *payout* incremental

A variável dependente desses modelos é a *PayoutI*, que recebe o valor de 1 se a empresa pagou *payout* incremental e 0, do contrário. As variáveis independentes são: (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), variação do ativo total (*VarAt*), oportunidade de crescimento mensurada pelo valor de mercado (*VtAt*), variação da receita (*Sgr*) mix do patrimônio líquido (*MixPl*), mix do ativo (*MixAt*), idade, tamanho (*LnAt*) endividamento (*Endiv*) proporção de caixa (*CxAt*), instabilidade da receita (*Instrec*) concentração acionária (*AcMaj*), governança corporativa e recompra de ações (recomp), Indicação de dummy Ano, Indicação de Dummy de setor econômico. A operacionalização das variáveis está disposta na seção 3.3. São apresentados os coeficientes das variáveis com respectivos indicativos de significância; os testes estatísticos de Wald, rho, aic e bic e o percentual de classificação correta. Os coeficientes foram estimados em painel desbalanceado com efeitos aleatórios. Para identificação da significância das variáveis, tem-se: * p<,1; ** p<,05; *** p<,01

<i>Proxy</i>	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12
ROE	0,5969	0,7347*	0,4676	0,5717	0,7085*	0,4486						
ROA							1,894**	2,494**	1,413*	1,745**	2,337**	1,268*
<i>VarAt</i>	-0,7485***			-0,7463***			-0,856***			-0,8424***		
<i>VtAt</i>		-0,0178			-0,0173			-0,0317			-0,0361	
<i>Sgr</i>			-0,0871			-0,0877			-0,1089			-0,1054
<i>MixPl</i>	0,1738	0,2217	0,2292				-0,0120	0,0098	0,0872			
<i>MixAt</i>				0,5090	0,6378	0,5651				0,4705	0,5959	0,6239
Idade	-0,0029	-0,0028	-0,0026	-0,0031	-0,0030	-0,0028	-0,0031	-0,0029	-0,0026	-0,0034	-0,0033	-0,003
Tam	-0,0945	-0,1088	-0,1324	-0,0912	-0,1042	-0,1285	-0,1506	-0,1907	-0,1917	-0,1417	-0,1798	-0,1785
Endiv	-0,3400	-0,4420	-0,3942	-0,1771	-0,2348	-0,2171	0,4552	0,5319	0,3590	0,5267	0,6306	0,4564
<i>CxAt</i>	3,036***	2,189**	2,794***	3,045***	2,196**	2,805***	3,126***	2,067**	2,818***	3,121***	2,086**	2,825***
<i>Instrec</i>	-0,0567	-0,1793	-0,3219	-0,0548	-0,1795	-0,3184	0,0840	-0,0334	-0,1243	0,0936	-0,0312	-0,1138
<i>AcMaj</i>	0,6869	0,9147**	0,7066*	0,6813	0,9066**	0,7025	0,7221*	0,9796**	0,7316*	0,7065*	0,9627**	0,7159*
Gc	0,5588**	0,4647*	0,5216**	0,5621**	0,4668*	0,5231**	0,5895**	0,4938*	0,5509**	0,5962**	0,5022*	0,5546**
recomp	0,0027	0,0534	0,0427	0,0019	0,0528	0,0417	0,0012	0,0452	0,0456	-0,0008	0,043	0,0433
constante	1,8970	2,4370	2,3190	1,7920	2,2940	2,2060	2,1460	2,9200	2,6020	2,0020	2,731	2,408
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N. Observ.	1439	1360	1432	1440	1360	1433	1452	1370	1445	1453	1370	1446
Testes Estatísticos												
Wald chi2	70,170	58,370	63,530	70,300	58,520	63,640	73,970	60,130	65,450	74,090	60,240	65,720
p Wald chi2	0,003	0,038	0,014	0,003	0,037	0,013	0,001	0,027	0,009	0,001	0,027	0,009
Rho	0,384	0,410	0,390	0,386	0,412	0,392	0,376	0,410	0,383	0,379	0,413	0,387
p Rho	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AIC	1563	1481	1563	1563	1481	1563	1568	1485	1571	1568	1485	1570
BIC	1790	1706	1790	1789	1705	1790	1795	1710	1798	1795	1709	1797
Classificação Correta dos Modelos												
Pagadores	94%	94%	95%	94%	94%	95%	95%	94%	95%	94%	94%	95%
Não Pagadores	76%	77%	78%	75%	77%	77%	76%	78%	79%	75%	78%	78%
Classificação	88%	89%	89%	88%	89%	89%	89%	88%	90%	88%	88%	90%

A concentração acionária, mensurada pelo percentual de ações possuído pelo acionista majoritário, também foi significativa, mas com sinal positivo. Este resultado é apostado ao preconizado pela teoria, pois indica que quanto maior o percentual de ações do acionista majoritário mais provável de haver distribuição de *payout* incremental. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) haviam encontrado uma relação negativa entre a concentração acionária e o pagamento de proventos.

Nessa mesma perspectiva, está a variável dummy, indicativa de pertença a grupo diferenciado de governança corporativa que, significativa, apresentou sinal positivo. Assim, empresas pertencentes a níveis diferenciados de Governança Corporativa têm maior probabilidade de distribuir dividendos. Este achado contrapõe estudo anterior de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) em que foi encontrado que empresas com menores níveis de governança corporativa tendem a pagar maiores dividendos.

Com isso, os resultados indicam que, das empresas que distribuíram dividendos, as que apresentam maior rentabilidade, maior proporção de caixa, cujo acionista majoritário possui maior percentual de ações ordinárias e as pertencentes a níveis diferenciados de governança corporativa têm maior probabilidade de distribuir *payout* incremental, e as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm menor probabilidade de distribuir *payout* incremental.

5 Conclusões

Este trabalho teve como objetivo investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2002 a 2013.

Para evidenciar os dividendos mínimos obrigatórios adotados pelas companhias, atingindo o primeiro objetivo específico, foram levantados e analisados seus estatutos sociais. Foi encontrado que 89% das empresas da amostra adotam como dividendos mínimos um *payout* de 25% do lucro líquido ajustado (LLA), 9% *payout's* maiores do que 25% do LLA e apenas 2% *payout* abaixo de 25%. Como não há determinação legal de dividendos mínimos, esses resultados levaram ao entendimento de que os gestores das empresas brasileiras optam por uma política de pagamento dividendos comum ao mercado do que por uma política que siga as características próprias das empresas ou do setor a que pertencem.

Uma outra justificativa à adoção de 25% do LLA como dividendos mínimos obrigatórios pode estar no § 1º do artigo 152 da Lei das S.A. Neste artigo, é determinado que apenas poderá haver participação dos administradores no lucro quando os dividendos mínimos obrigatórios forem 25% ou mais do Lucro Líquido do período.

Avaliando o pagamento de dividendos, primeiramente foi identificado que a maioria das empresas da amostra pagou dividendos, e o fez em todos os anos. Por outro lado, foi encontrado que a maioria das empresas que não pagou dividendos também manteve esta prática.

Quanto à avaliação dos *payout* pagos pelas empresas, em relação ao mínimo estabelecido no estatuto social, os resultados mostraram que o *payout* médio anual distribuído esteve acima dos 25% do LLA. Corroborando com esse achado, foi visto que mais de 60% das distribuições de dividendos foram acima do mínimo estatutário, ou seja, *payout* incremental. Concomitantemente, identificou-se que a maioria das empresas que distribuem esse *payout* incremental assim fizeram em todos os anos.

Dessa forma, alcançando o segundo objetivo específico, conclui-se não apenas que existe o pagamento de *payout* incremental, mas, também, que é uma prática adotada pela maioria das empresas quando distribuem dividendos. Ou seja, mesmo que as empresas brasileiras adotem comumente um *payout* mínimo estatutário de 25% do LLA, preferem distribuir dividendos acima desse percentual.

Para investigar a existência de relação entre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e ao pagamento de *payout* incremental, foi realizada regressão logística com dados em painel desbalanceado. Para tanto, foram utilizadas variáveis de rentabilidade, oportunidades de crescimento, ciclo de vida, idade, tamanho, endividamento, proporção de caixa em relação ao ativo total, risco, concentração acionária, governança corporativa e recompra de ações.

Quanto aos modelos que avaliaram a probabilidade de pagar dividendos, foi obtida uma capacidade preditiva acima de 87%. Voltando-se, especificamente, à avaliação dos fatores, a variável de **Rentabilidade**, com as proxies ROE e ROA, apontou que empresas mais rentáveis são mais propensas a distribuir dividendos. Já as *variáveis* de **Ciclo de Vida** (*MixAt* e *MixPl*) e **Idade** (*Idade*), como esperado, indicaram que empresas mais maduras, mais antigas e maiores são mais propensas a pagar dividendos. Por sua vez, pela *Sgr*, empresas com maior oportunidade de crescimento são mais propensas a pagar dividendos. Quanto ao **Endividamento**, foi visto que empresas mais endividadas têm menor probabilidade de distribuir dividendos, como afirma a teoria dos dividendos. Já as empresas com maior **Proporção de Caixa**, em relação ao ativo total, são mais prováveis de pagar dividendos.

Com isso, pode-se dizer que os resultados direcionam que empresas mais rentáveis, com maior oportunidade de crescimento, mais maduras, mais antigas e com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de distribuir dividendos, e que empresas mais endividadas têm menor probabilidade de pagá-los.

Sobre os resultados da regressão logística para pagamento de *payout* incremental, foi obtida uma capacidade preditiva maior que 88%. Voltando-se à análise das variáveis, foram significantes as de rentabilidade, oportunidade de crescimento, proporção de caixa, concentração acionária e governança corporativa. A variável de **Rentabilidade** apresentou sinal positivo, assim como a de **Caixa**, **Concentração Acionária** e **Governança Corporativa**, indicando que empresas com maiores ROA, proporção de caixa, cujo acionista majoritário possui maior percentual de ações e que pertençam a algum nível diferenciado de governança corporativa, possuem maior probabilidade de distribuir dividendos incrementais. Já a **Oportunidade de Crescimento**, *VarAt*, apontou que empresas com maior oportunidade de crescimento são menos propensas a pagar *payout* incremental, como preconizado pela teoria.

Por fim, esta pesquisa contribui para o aprofundamento das discussões sobre a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras pela: (I) metodologia de mensuração do *payout*, conforme especificidades legais; (II) adoção de regressão logística com dados em painel para o estudo de dividendos; (III) investigação de indicadores e construção de modelos que

dessem robustez ao estudo; (IV) pelos resultados proporcionarem ao mercado informações sobre características de empresas e o pagamento de seus dividendos.

5.1 Limitações da Pesquisa e Sugestões de Estudos Futuros

Ainda cabe apontar algumas limitações da pesquisa assim como sugestões de estudo futuros. A principal limitação deste estudo foi a ausência e/ou a falta de padronização das informações sobre a política de distribuição de dividendos nas atas de assembleia, principalmente nos anos anteriores a 2009. Essa limitação pode ter levado a erros de interpretação.

Como sugestão de estudos futuros, recomenda-se o aprofundamento e investigação de metodologias para avaliar a possibilidade de melhor ajustamento dos dados e possibilitar a adoção de outras variáveis não testadas como a taxa Selic.

Sugere-se também aprofundamento das especificidades legais que afetem a política e distribuição de dividendos, e que, a partir de então, possam ser rediscutidas as teorias de dividendos no mercado brasileiro.

Referências

- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? **Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, pp. 371-387, 2003.
- AKERLOF, George. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALLEN, Franklin; BERNARD, Antonio E. e WELCH, Ivo. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. **Journal of Finance**. v. 55, p. 2499-2536, 2000.
- AL-MALKAWI, RAFFERTY, PILLAI Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. **International Bulletin of Business Administration**. v. 9, 2010.
- AL-NAJJAR, Basil. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, pp.182 - 197, 2009.
- AL MALKAWI, RADDERTY, PILLAI 2010???
- AMBROZINI, M. A. **Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. 2011. 236 f. Tese (Doutorado em Ciências) - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.
- BAKER, H. K. Dividends and Dividend Policy: An Overview. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and Dividend Policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., Cap. 1, p. 3-19, 2009.
- BAKER, H. Kent; POWELL, Gary E.; VEIT, E. Theodore Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. **Journal of Economics and Finance**, v. 26 n. 3, 2002.
- BANCEL, F.; BHATTACHARYA, N.; MITTOO, U. R. Cross-Country Determinants of *Payout* Policy: European Firms. In: BAKER, H. B.; KOLB, R. W. **Dividends and Dividends Policy**. Hoboken: John Wiley & Sons Inc, p. 71-93, 2009.
- BASKIN, Jonathan B., MIRANTI. The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information. **The Business History Review**, v. 62, p. 199-237, 1988.
- BATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand Fallacy. **Bell Journal of Economics**, v. 10, p. 259-270, 1979.
- BISHOP, Steven R.; HARVEY R. Crapp; FAFF, Robert W; TWITE, Garry J. **Corporate Finance**. Prentice Hall Inc, Sydney, 2000.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação n. 207, de 13 de dezembro de 1996, **Lex: Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/1995**.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação n. 683, de 30 de agosto de 2012, **Lex:** Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos.

BRASIL. Decreto n. 3000, de 26 de março de 1999. **Lex:** Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de qualquer natureza.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lex:** Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL, Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995. **Lex:** Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

BRAV, Alon; JOHN R. Graham; CAMPBELL Harvey; MICHAELY, Roni. **Payout Policy in the 21st Century.** Journal of Financial Economics, v. 77, p. 483-527, 2005.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas.** 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

CARNEIRO, M.C. S.; GALVÃO, K. G.; SOUZA, B. C.; FLORENCIO, J. F. Política de dividendos: análise das empresas que compõem os índices amplo, setorial e de governança da BM&F BOVESPA de 2010 a 2012. In: XXXVIII EnANPAD, 2014, Rio de Janeiro. **Anais.** Rio de Janeiro: ANPAD, 2014.

COLOMBO, Jéfferson. **Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição do valor.** f. 114. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2011.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração.** Tradução Luciana de Oliveira Rocha. 7. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2003, Reimpressão 2008.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; SKINNER, Douglas. Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. **Journal of Financial Economics.** v. 40, p. 425-456, 2008.

DEANGELO, Harry; DEANGELO;STULZ, Rene. **Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory** (May 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=766086>>. Acesso em: 20.Fev.2013.

DECOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa.** 2009. f.138. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2009.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças (Online).** Rio de Janeiro, v. 10. n. 4, 2012.

DENIS; J. Denis; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy **Journal of Financial Economics.** n. 89, p. 62-82, 2008

DENIS, D.; STEPANYAN, G. Factors Influencing Dividends. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and Dividends Policy**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc, 2009. Cap. 4, p. 55-69.

DUARTE, P.C.; LAMOUNIER, W.M.; TAKAMTSU, R.T.; Modelos econométricos para dados em painel: Aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. Disponível em: http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/176819/mod_resource/content/1/Artigo%20-%20Modelos%20em%20Painel.pdf . Acesso em: 01. Jan.2015.

EASTERBROOK, Frank H. Two Agency Costs Explanations of Dividends. **American Economic Review**, v. 74, p. 650-659, 1984.

ELTON, E.; GRUBER, M. Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect. **Review of Economics and Statistics**, Harvard, n.52, p. 68-74, 1970.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? **Journal of Financial Economics**. v. 60 n. 1, p. 3-44, 2001.

FORTI, C.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Pagamento de dividendos no Brasil: um estudo empírico de seus determinantes. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14, 2014. **Anais**. Recife: Sociedade Brasileira de Finanças, 2014, Disponível em: < <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4544.pdf> >. Acesso em: 10. DEZ.2014.

FRANKFURTER, George, M.; WOOD, Bob G. Jr. The Evolution of Corporate Dividend Policy. **Journal of Financial Education**, v. 23, p. 16-33, 1997.

GIL, Antônio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas, 1996. **Métodos e técnicas de pesquisa social**, v. 5, 1996.

GORDON, M. J. OPTIMAL INVESTMENT AND FINANCING POLICY. **THE JOURNAL OF FINANCE**. V. 18, n. 2, p. 264–272, maio 1963.

GORDON, M.J. Dividends. Earnings and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, Harvard, v.41, n.2, Part 1, p. 99-105, May 1959.

Gordon, M. J. , Shapiro, E. Capital investment analysis: the required rate of profit. **Management Science**. n. 3, 102-110, 1956.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAIR J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK W. C. **Análise multivariada de dados**. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEINEBERG, R; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: XXVII EnANPAD, 2003, Atibaia. **Anais**. Atibaia: ANPAD, 2003.

HO, Shin-Jen K.; WU, Chunchui. The earnings information content of dividend initiation and omissions. **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol 28, n. 7 e 8, September/October, 2003.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa. In: XXX EnANPAD, 2006 Salvador. **Anais**. Salvador: ANPAD, 2006.

JENSEN, Michael. Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review** 76 no. 2, 323-329, 1986.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3. p. 305 – 360, 1976.

JOHN, K; WILLIAM, J. Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium. **American Finance Association**, v. 40 n. 4, p. 1053-1070, September, 1985.

LAGIOIA, U. C. T. ; MACIEL, C. V. ; LIBONATI, J. J. .Aspectos pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008, Gramado - RS. **Anais**. Gramado: CFC, 2008.

LEASE, Ronald C., KOSE John, Avner KALAY, Uri LOEWENSTEIN, and Oded H. SARIG. **Dividend Policy: Its Impact on Firm Value**, Harvard Business School Press, Boston, Massachussettes , 2000.

LINTNER, John. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **American Economic Review**. v. 46, n. 2, p. 97—113, 1956.

Lintner John. Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations, **Review of Economics and Statistics**. N. 44, p. 243 – 269, 1962.

MARQUES, L. D. **Modelos Dinâmicos com Dados em Painel**: Revisão de Literatura. Faculdade de Economia do Porto. Portugal, 2006.

MILLER, M. MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of business**. v. 34, p. 411-33, 1961.

MILLER, Merton and ROCK, Kevin Dividend Policy under Asymmetric Information. **Journal of Finance**. v. 40, p. 1031-1051, 1985.

NUNES, T.; MENEZES, G.; DIAS JR., P. Reavaliação da rentabilidade do setor bancário brasileiro: uma abordagem em dados em painel (2000-2012). In: XVI Encontro de Economia da Região Sul – ANPEC SUL 2013. **Anais**. Curitiba: UFPR, jun. 2013.

OMRAN, Mohammed; POINTON, John Dividend Policy, Trading Characteristics and share prices: Empirical Evidence from Egyptian Firms. **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, v. 17, n. 2, p. 121-133, 2004.

RIBEIRO, Alexandrino. Determinantes da política de dividendos: evidências empíricas para empresas não-financeiras. **Revista Brasileira e Portuguesa de Gestão**, jan/jun, p. 15-25, 2010.

SILVA, E. L. MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVEIRA, A. Di M. BELLATO, L. L. N. Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Política de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras. In: Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro 2012, **Anais** São Paulo: SBFIN, 2012.

SKINNER, D. J. The evolving relation between earnings, dividends and stock repurchases. **Journal of financial economics**, v. 87 p. 582-609, 2008.

SOARES, K. T. C.; PROCIANOY, J. L. . O perfil de endividamento das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real. In: XXIV ENANPAD, 2000, Florianópolis. **Anais**. Florianópolis: ANPAD, 2000.

SPENCE, A. Michael. **Job market signaling**. The Quarterly Journal of Economics, v. 83, n. 3, p. 355-374, 1973.

SPENCE, A. Michael. **Market signaling: informational transfer in hiring and related screening processes**. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974.

StataCorp. **Stata Statistical Software: Release 12**. College Station, TX: StataCorp LP, 2011.

VANCI, D; PROCIANOY, J. L. Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14., 2014. **Anais...** Recife: Sociedade Brasileira de Finanças, 2014, Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4561.pdf>>. Acesso em: 10 Dez2014.

VANCI, D; PROCIANOY, J. L. Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14., 2014. **Anais...** Recife: Sociedade Brasileira de Finanças, 2014, Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4561.pdf>>, acessado em 10/12/2014.

WATTS, Ross. The Information Content of Dividends. **Journal of Business**. v. 46, n. 2, p. 191-211, 1973.

WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna. Editora Thomson Learning. São Paulo, 2007.