



(Re)Visitando os Determinantes da Distribuição de Dividendos – Uma Análise em Empresas Brasileiras

RESUMO

A presente pesquisa teve por objetivo investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para atingir esse objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A população da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto ativas em 2017, listadas na BM&FBovespa, tendo como amostra analisada 293 empresas entre os anos de 2010 e 2016, totalizando 1.746 observações. Como variáveis de análise, considerou-se como variável dependente os dividendos (DIV) pagos e como variáveis a rentabilidade (RENT), liquidez (LIQ), endividamento (END), tamanho da empresa (TAM), lucratividade (ROE) e os dividendos pago no exercício anterior (DIVANT). Como forma de responder à questão de pesquisa elaborada por esta pesquisa, conclui-se que os determinantes que apresentaram maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na política de dividendos das organizações são a rentabilidade (RENT) e os dividendos pagos no exercício anterior (DIVANT), e de forma negativa o endividamento (END). Os demais fatores, liquidez (LIQ), tamanho (TAM) e endividamento (END) apresentaram baixo poder explicativo da probabilidade de influenciar na política de dividendos.

Palavras-Chave: Finanças Corporativas. Dividendos. Determinantes dos Dividendos.

Linha Temática: Finanças Corporativas, de curto e longo prazo.

1 INTRODUÇÃO

As organizações possuem como finalidade econômica a geração e maximização do lucro, sendo que tal lucro possui dois destinos específicos: o reinvestimento nas operações da própria empresa; ou a sua distribuição entre os acionistas, que pode ser feita por meio de pagamento de dividendos (Almeida, Pereira & Tavares, 2015). O direcionamento do presente trabalho concerne na distribuição dos lucros em forma de dividendos, investigando os determinantes da política de dividendos especificamente em empresas brasileiras.

Kania e Bacon (2005) e Hussainey, Mgbame e Chijoke-Mgbame (2011) apontam que a política de dividendos se refere à política da empresa em distribuir parte dos seus lucros em detrimento de manter tais lucros para reinvestimento, sendo esta política parte fundamental das estratégias de financiamento de longo prazo das organizações.

A política de dividendos é parte importante do conjunto de decisões financeiras das organizações. Ela impacta diretamente no fluxo de caixa da empresa, modifica de forma efetiva como as empresas montam suas políticas e estratégias de financiamento e investimento e, por conseguinte, impacta significativamente no desempenho econômico e financeiro das organizações (Almeida *et al.*, 2015).

A distribuição dos lucros da empresa em forma de pagamento de dividendos aos acionistas está ligada com os problemas relacionados à decisão de manter os recursos para a reinvestimento, cujo intuito é promover o crescimento da empresa (Mubin, Ahmed, Farrukh, Lal & Hussain, 2014). Tal discussão despertou interesse por parte de diversos pesquisadores, tais como Lintner (1956, 1962), Gordon (1959), Miller e Modigliani (1961), Jensen e Meckling (1976), Myers e Majluf (1984), Miller e Rock (1985), Jensen (1986), Baker e Wurgler (2004),



dentre outros, os quais apresentam evidências empíricas apoiadas por diferentes teorias a fim de fornecer um direcionamento aos gestores das organizações.

O desenvolvimento de diversas teorias lançou luz sobre as questões-chaves sobre a política de dividendos e, apesar das intensas investigações até a atualidade, a temática ainda produz grande controvérsia, não encontrando consenso sobre o seu impacto no valor das organizações e seu impacto na geração de riqueza aos acionistas (Pereira & Vieira, 2016).

Tal perspectiva é corroborada por Montalvan, Barilla, Ruiz e Figuerosa (2017) que acrescentam que embora diversos pesquisadores tenham desenvolvido teorias e fornecido evidências empíricas, ainda há falta de consenso, justificando por que a política de dividendos tem sido um dos tópicos mais debatidos na literatura financeira.

Mubin *et al.* (2014) destacam que as organizações percebem que os investidores prestam atenção ao retorno dos dividendos e ao risco que seus investimentos que, de certa forma, impactam a avaliação das ações no longo prazo. Nesta concepção, entende-se que a política de dividendos tem apresentado relação com a movimentação dos preços das ações.

Segundo Assaf Neto e Lima (2017), é essencial que as organizações estabeleçam uma política de dividendos ótima, ou seja, aquela que promova a valorização do valor de mercado da ação. Nesse contexto, a partir da literatura revisitada por esta pesquisa acerca da temática política de dividendos, tem-se observado que os estudos têm procurado desenvolver teorias bem como investigar os determinantes que justifiquem o direcionamento das estratégias adotadas, ou a serem adotadas pelos gestores das organizações.

Diante do exposto, a presente pesquisa propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: quais os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras. Dessa forma, o estudo tem por objetivo investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa.

O foco do artigo é investigar os determinantes da política de dividendos em empresas em um mercado em emergente, como o caso brasileiro. A principal contribuição desta pesquisa é estabelecer um *link* entre os determinantes da política de dividendos e as teorias explicativas para as políticas de dividendos adotadas por empresas que operam no Brasil. Apesar de ser uma das maiores economias da América Latina, o Brasil possui um mercado de capitais pouco desenvolvidos, como opções limitadas de crédito e altas taxas de juros, o que estimula novas pesquisas em tal ambiente.

Forti, Peixoto e Alves (2015) destacam que a política de dividendos varia entre empresas e setores, e seu efeito sobre o valor das empresas permanece controverso para os pesquisadores de finanças. Dessa forma, entender os fatores que influenciam as empresas em suas decisões de distribuição e retenção de caixa é importante para gestores financeiros, investidores e para os órgãos reguladores de mercado.

Dessa forma, busca-se contribuir para com a literatura de finanças acerca desta temática, sendo esta de maior relevância, não somente para o meio acadêmico, mas também empresarial. Contudo, espera-se que este estudo auxilie as organizações no que concerne ao estabelecimento de suas estratégias de política de dividendos, já que as organizações, por meio destas políticas podem enviar sinais ao mercado, o que, por conseguinte, impactar nas decisões de investimentos por parte dos investidores.

Destaca-se ainda que este estudo compartilha do entendimento de Vancin e Procianoy (2014) e de Viana Júnior e Pontes (2016) de que os fatores determinantes da política de dividendos das empresas investigadas variam de país para país, e de que fatores tais como legislação e tributação influenciam nas estratégias de política de dividendo por parte das



organizações, tais pressupostos não foram destacados na investigação, atendo-se somente aos determinantes de desempenho econômico e de mercado.

A presente pesquisa está estruturada em cinco capítulos, incluindo esta introdução. O capítulo dois apresenta o referencial teórico o qual aborda os temas política de dividendos e os determinantes da distribuição de dividendos. No capítulo três são apresentados os procedimentos metodológicos para a coleta e análise dos dados utilizados no estudo. As discussões dos resultados obtidos na pesquisa estão expostas no quarto capítulo e, no quinto, apresentam-se as considerações finais acerca do estudo incluindo as perspectivas para pesquisas futuras. Por fim, as referências bibliográficas que foram utilizadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No capítulo destinado a revisão da literatura, apresenta-se a discussão teórica cujo objetivo é suportar o constructo utilizado na pesquisa e à análise dos resultados. Dessa forma, este capítulo está dividido em duas seções que tratam respectivamente dos temas política de dividendos e determinantes da distribuição de dividendos.

2.1 Política de Dividendos

Em uma economia preponderantemente capitalista, uma crescente procura de investimentos externos por parte das empresas, bem como o próprio desenvolvimento do mercado de capitais é personificada na política de dividendos (Almeida, Tavares & Pereira, 2016). Dividendo é parte do lucro das organizações paga aos investidores como forma de remuneração do seu capital investido (Kania & Bacon, 2005; Vancin & Procianoy, 2016).

Assaf Neto e Lima (2017, p. 273) entendem dividendos como sendo “a parcela do lucro líquido de uma empresa que é distribuída aos seus acionistas mediante geralmente pagamento em dinheiro”. Destacam-se como outras formas de remuneração os juros sobre o capital e a bonificação em ações, no qual os acionistas podem obter ganhos na venda de suas ações (Viana Júnior & Pontes, 2016).

Cabe destacar que a decisão de reter ou distribuir parte dos lucros associam-se respectivamente aos pressupostos de crescimento da empresa e de devolução de recursos para os acionistas que, por conseguinte impacta diretamente nas decisões estratégicas de financiamento das empresas (Fonteles, Peixoto Júnior, Vancocelos & De Luca, 2013). Dessa forma, a empresa pode restringir o pagamento de dividendos no presente sob a expectativa de maiores distribuições no futuro; ou então, pode decidir pagar altos valores em dividendos no presente e adiar seus investimentos para o futuro (Assaf Neto & Lima, 2017).

Nesse contexto, a política de dividendos consiste na forma ou estratégia adotada pelas organizações na alocação dos lucros auferidos em determinado período. As organizações podem adotar como estratégia o reinvestimento do lucro na própria organização, a distribuição entre os seus acionistas, ou ainda em forma de conjugação destas (Lintner, 1956; Gordon, 1959). Groppelli e Nikbakht (2010) destacam que a política de dividendos é de suma importância na determinação do valor de uma organização, além disso, os acionistas percebem os dividendos como um sinal da capacidade da empresa de gerar lucros.

Vancin e Procianoy (2016) enfatizam que a política de dividendos, como parte importante das estratégias das organizações, são decisões complexas, o que tem gerado inúmeras pesquisas. Assaf Neto e Lima (2017, p. 273) sinalizam que “a decisão de pagar lucros pode servir de financiamento aos acionistas, de sinalização positiva ao mercado sobre o desempenho da empresa e para ajustar a sua estrutura de capital”.



As primeiras abordagens acerca da política de dividendos surgiram no final da década de 1930, mais precisamente no ano de 1938 quando o economista John Burr Williams estabeleceu uma relação entre valor da empresa e dividendos, no entanto, foi apenas no final da década de 1950 que essa temática ganhou maior ênfase (Almeida *et al.*, 2016), mais especificamente com os estudos de Gordon e Shapiro (1956), Lintner (1956), Gordon (1959) e Miller e Modigliani (1961). Tais discussões têm sido mais recentes no Brasil, especificamente a partir da década de 1990 em função da estabilidade monetária (Martins & Famá, 2012).

A importância às estratégias adotadas em relação à política de dividendos tem servido de cenários a vasta investigação teórica e empírica em finanças, contudo, os resultados empíricos e formulações teóricas não são consensuais na escolha dos determinantes mais significativos da política de dividendos para as empresas nos diversos mercados de capitais (Almeida *et al.*, 2016). Em finanças, desdobramentos teóricos tentam explicar a dinâmica das decisões estratégicas acerca da política de dividendos.

A esse respeito, Assaf Neto e Lima (2017) explicam que em Finanças Corporativas há duas correntes bem distintas, e bastante controversas acerca da relevância ou não da política de dividendos para os acionistas, ou seja, se a fixação de uma determinada política de dividendos exerce ou não influência sobre o preço de mercado de uma ação.

Lintner (1956) ao estudar 28 empresas entre os anos de 1947 e 1953 e, Gordon (1959) 164 empresas entre os anos de 1951 e 1954, apontam para a existência de uma relação entre o valor pago como forma de dividendos, o valor das ações e o valor da empresa, especificamente influenciados pelo lucro líquido gerado pelas organizações. Estas indicações são reportadas pela literatura como Teoria da Relevância dos Dividendos.

Segundo Lintner (1956), com a redução de fontes de financiamentos externos no período pós Segunda Guerra Mundial, as empresas analisadas não reduziram suas taxas de distribuição, indicando assim certa estabilidade no pagamento de dividendos aos acionistas.

Assaf Neto e Lima (2017) destacam que o enfoque nesta abordagem pressupõe que os acionistas se preocupam com a forma pela qual os resultados da organização são distribuídos e que tal decisão afeta o preço de mercado de suas ações.

Já sobre a Teoria da Irrelevância dos dividendos preconizados por Miller e Modigliani (1961), expuseram que os dividendos não influenciam no valor das organizações. Os adeptos dessa corrente propõem que a riqueza da empresa é uma função do seu potencial econômico de gerar lucro e não da forma como os resultados são divididos (Assaf Neto & Lima, 2017).

No entanto, para suportar tais pressupostos, seria necessária a existência de um mercado perfeito, ou seja, a inexistência de impostos, inexistência de custos de transação, ou mesmo da ausência de assimetria da informação, dentre outras imperfeições do mercado de capitais. Se tais pressupostos fossem dados como verdadeiros, então o valor da empresa seria determinado especialmente pela capacidade das organizações em gerar lucro.

Outra questão importante da política de dividendos é se a distribuição influencia o preço das ações. O posicionamento teórico desenvolvido por Gordon e Shapiro (1956) acerca da precificação das ações das organizações indica que está diretamente relacionada na medida em que o lucro e os dividendos por ação aumentem, ou então em função da expectativa futura do mercado de que isso ocorra. Em função de que os dividendos são considerados como dinheiro na mão, e os rendimentos são apenas potenciais, esta relação é descrita na literatura em finanças corporativas como *Bird in the Hand Theory*, ou na tradução literal, Teoria do Pássaro na Mão (Almeida *et al.*, 2015).

Conforme Almeida *et al.* (2015), durante a década de 1970 foi acrescentado às discussões acerca da política de dividendos os efeitos dos impostos pois os dividendos criam



uma desvantagem fiscal para os investidores devido a uma maior tributação em relação aos ganhos de capital, reduzindo assim a taxa de retorno líquida. Esta abordagem foi credenciada inicialmente à Modigliani e Miller (1991) sugerindo que, por meio da política de dividendos, as empresas atraem para si sua própria clientela, pois os investidores escolhem a empresa que irão investir sob o ponto de vista de melhor atenderem suas expectativas.

Tal abordagem é relatada pela literatura como Efeito Clientela, evidenciado quando a frequência na distribuição dos resultados corresponde às expectativas dos investidores (clientes) de tal forma que as empresas conseguem cativar para si determinados investidores que preferem um nível de dividendos que foram transmitidos pelas empresas ao mercado no passado (Pereira & Vieira, 2016).

Outra temática relacionada à Política de Dividendos é a Teoria de Agência, apresentada pela primeira vez de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976) que fazendo referência aos problemas de agência provenientes do conflito de interesses entre os indivíduos. O problema central da Teoria da Agência é a possibilidade de o gestor assumir um comportamento oportunista no tocante as suas ações e omissões, visando aumentar a sua satisfação pessoal. Nesse contexto, busca-se definir incentivos que levam o agente a realizar o trabalho para o qual foi contratado, sem deixar de atender aos anseios do principal.

Nessa perspectiva Jensen e Meckling (1976) defendem o aumento da dependência do salário dos gestores como uma função direta dos resultados alcançados pela empresa. Além disso, os autores indicam que a distribuição de dividendos também serve como controle sobre os gestores, pois diminuem a margem de manobra dos gestores. Sendo assim, quanto maiores os custos de agência, maiores devem ser os pagamentos de dividendos para redução de conflitos (Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982).

Pautada nos pressupostos da assimetria da informação, o qual gestores possuem mais informações sobre o futuro da empresa em relação ao mercado, podem utilizar tal fator para sinalizar expectativas futuras, a Teoria da Sinalização, preconizada por Miller e Rock (1985) parte da abordagem de expectativas racionais que, tanto os anúncios de dividendos quanto de financiamento das organizações fornecem informações ao mercado.

Sob esta perspectiva, se o montante do investimento e do financiamento externo for mantido fixo, o dividendo pago em dinheiro pela empresa revela seu fluxo de caixa operacional, assim um dividendo maior do que o esperado revela um fluxo de caixa também maior do que o esperado, refletindo em um aumento no preço das ações. Em contrapartida, um financiamento externo maior do que o esperado revela um fluxo de caixa inferior ao esperado, o que é uma má notícia para os investidores.

Outra abordagem dada à política de dividendos está ancorada na teoria dada hierarquização das fontes de financiamento das organizações evidenciada pela *Pecking Order Theory* (Myers e Majluf, 1984), o qual indica que as empresas tendem a consumir a folga financeira antes de recorrer à alavancagem financeira por meio de empréstimos de dinheiro ou ainda por meio da emissão de novas ações. Sob esta perspectiva, os autores indicam que as empresas podem aumentar a folga financeira restringindo a distribuição de dividendos. Dessa forma, o valor que seria destinado à distribuição aos acionistas dará suporte às necessidades de financiamento e investimentos da organização.

Por fim, a Teoria Residual propõe que os dividendos devem ser tratados como um resíduo, ou seja, deve ser distribuído aos seus acionistas somente após todas as alternativas de investimentos terem sido implementadas (Assaf Neto & Lima, 2017), pois esta distribuição diminui o volume de recursos disponíveis para os possíveis investimentos e farão com que as



organizações captem recursos de fontes externas, sejam eles por meio do aumento no nível de endividamento ou por meio de emissão de novas ações (Almeida *et al.*, 2015).

Em um contexto geral, Assaf Neto e Lima (2017) apontam que a definição de uma política de dividendos está relacionada diretamente com a maximização da riqueza de seus acionistas. Nesta concepção, para os autores a decisão de reter parte do lucro deve ser tomada quando as oportunidades de investimentos forem economicamente mais atraentes, caso contrário, serão considerados ociosos, e devem ser distribuídos aos acionistas.

Percebe-se pela literatura revisitada, uma diversificada gama de teorias que tentam explicar de forma prática as estratégias adotadas pelas organizações em relação às políticas de dividendos bem como seus respectivos efeitos. Isto tem transformado o tema em um dos mais controversos em finanças corporativas, pois nenhuma das formulações tem sido capaz de estabelecer determinantes comuns entre as empresas quanto à deliberação de suas políticas. Como desdobramento destas teorias, outros aspectos podem exercer influência sobre a política de dividendos das organizações, que serão discutidos a seguir.

2.2 Determinantes da distribuição de dividendos

Conforme destacado por Forti *et al.* (2015), os fatores que direcionam os gestores quanto à escolha de uma política de dividendos permanecem um tema inda em aberto. Neste sentido, a revisão tanto da literatura nacional quanto internacional permite apresentar, de uma forma sintética, os fatores que podem contribuir para a definição de uma política de dividendo por parte das organizações.

A literatura oferece diversas alternativas para normalização dos dividendos, tais como dividendos sobre fluxos de caixa, dividendos sobre vendas e dividendos sobre o lucro líquido (Iquiapaza; Lamounier & Amaral, 2008; Vancin & Procianoy, 2016; Montalvan *et al.*, 2017). A variável dependente utilizada neste estudo foi mensurada pela soma dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio escalonado pelo ativo total.

Os determinantes da política de dividendos estabelecidos por esta pesquisa foram elencados a partir da revisão tanto da literatura nacional quanto internacional. Sendo assim, como variáveis independentes, foram selecionados aqueles que vinculados ao desempenho econômico financeiro das organizações.

Um dos fatores determinantes para a determinação da política de dividendos neste estudo foi a Rentabilidade, mensurado pela Receita Operacional (EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*) escalonado pelo Ativo Total. A receita operacional reflete a disponibilidade de recursos passíveis de alocação a novos investimentos. Sendo assim, o aumento da eficiência operacional da empresa, medido através do EBIT, representa um aumento nos fluxos de caixa livres disponíveis, o que pode levar a um maior pagamento de dividendos, pelo que a relação esperada entre ambos é positiva (Fernandes & Ribeiro, 2013; Almeida *et al.*, 2015; Montalvan *et al.* 2017).

Conforme Gupta e Banga (2010), uma empresa com alto índice de financiamento externo exigiria as disponibilidades de fluxo de caixa, ou seja, haveria uma forte posição de liquidez para atender às suas obrigações financeiras. Dessa forma, para aumentar a liquidez, espera-se que a empresa reduza seu pagamento de dividendos. Nesse contexto, espera-se uma relação positiva entre a liquidez da organização e a distribuição de dividendos (Gupta & Banga, 2010; Forti *et al.*, 2015; Vancin & Procianoy, 2016).

O próximo destaque como determinante da política de pagamento de dividendos é o nível de endividamento. Conforme Montalvan *et al.* (2017), um alto nível de endividamento implica em um menor pagamento de dividendo devido ao fato de que o fluxo e caixa livre deve



ser usado na liquidação das dívidas. Dessa forma, é de se esperar uma relação negativa entre o nível de endividamento da empresa e o pagamento de dividendos (Gupta & Banga, 2010; Forti *et al.*, 2015). Procianoy e Vancin (2014) destacam que, no Brasil, empresas endividadas tendem a pagar somente o mínimo obrigatório (legal) já que utilizam seus fluxos de caixa livre para o pagamento de suas dívidas.

Iquiapaza *et al.* (2008) Montalvan *et al.* (2017) destacam que o tamanho tem um efeito positivo no pagamento de dividendos. Salsa (2010) destaca que a relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de dividendos distribuído pela mesma pode ser explicado aos custos de emissão de novas ações, dessa forma, empresas maiores tendem a uma política de dividendos mais generosos. Nesse sentido espera-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos (Holanda & Coelho, 2012; Forti *et al.*, 2015).

No presente estudo, a variável tamanho foi mensurado pelo logaritmo neperiano (\ln) do ativo total conforme pressupostos de Vancin e Procianoy (2016). Os autores recomendam a transformação desta variável em logaritmo para corrigir os efeitos de escala, tornando a variável homogênea.

Referente a variável que indica a lucratividade das empresas, utilizou-se neste estudo o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE – *Return on Equity*). Esse indicador financeiro representa quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao capital investido. Nesse sentido, espera-se uma relação positiva entre o ROE e o pagamento de dividendos. Tal relação está pautada nas observações de Vancin e Procianoy (2016) e Viana Júnior e Ponte (2016) de que empresas com maiores margens de lucratividade estão dispostas a distribuir um maior nível de dividendos aos seus acionistas.

A fim de analisar a constância na distribuição de dividendos, utilizou-se a distribuição de dividendos do exercício anterior conforme os pressupostos de Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2015) e Vancin e Procianoy (2016). Precursor nesta linha de investigação, Lintner (1956) apresentou em seu modelo a correlação entre o pagamento de dividendo passado e o pagamento de dividendo presente. Segundo este modelo, os gestores tendem a manter taxas constantes de pagamento de dividendos a fim de sinalizar ao mercado sua crença no desempenho favorável da organização.

Vancin e Procianoy (2016) explicam que tal comportamento se deve a implicação da hipótese de que o anúncio do pagamento e/ou alteração na política de dividendos por parte das organizações pode causar uma reação no comportamento dos investidores, sendo assim, gestores teriam incentivos a manter constantes os pagamentos de dividendos. Dessa forma, espera-se uma relação positiva entre os dividendos pagos no exercício anterior e o pagamento de dividendos no exercício presente (Fernandes & Ribeiro, 2013; Vancin & Procianoy, 2016).

Diante das proposições observadas na literatura revisitada, percebe-se que diversas são as teorias e fatores que influenciam na política de dividendos das organizações. Nesse sentido, espera-se com este estudo adicionar evidências acerca desta temática à literatura. Na próxima seção será apresentado os procedimentos metodológicos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A população da pesquisa foi composta pelas empresas de capital aberto ativas em 2017, listadas na BM&FBovespa. Para compor a amostra, foram excluídas as empresas que atuam no segmento financeiro por apresentarem características particulares, as empresas que apresentaram Patrimônio Líquido (PL) negativo, pois impacta na composição do índice de



rentabilidade, bem como aquelas que não dispunham de informações na base de dados Economática® para cálculo das variáveis ao longo de todo o período estudado, compreendido entre os anos de 2010 a 2016. A Tabela 1 apresenta a síntese da amostra do estudo.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Observações
População	458	458	458	458	458	458	458	3.206
Financeiras	78	78	78	78	78	78	78	546
PL Negativo	73	73	73	73	73	73	73	511
Sem Dados	94	80	66	57	49	31	26	403
Amostra	213	227	241	250	258	276	281	1.746

Fonte: dados da pesquisa.

Como se pode observar, a Tabela 1 apresenta da distribuição do número de empresas por ano. Como os dados da pesquisa são não balanceados, a pesquisa analisou no total 293 diferentes empresas entre os anos de 2010 e 2016, totalizando 1.746 observações. A Tabela 2 apresenta o constructo dos determinantes que, segundo a literatura revisitada, podem influenciar na determinação da política de dividendos, e que foram analisadas por este estudo.

Tabela 2 – Determinantes da política de dividendos

Dimensão	Fórmula		Relação Esperada	Autores
Dependente	Dividendos (DIV)	Variável Dicotômica – Empresas que não pagaram dividendos no período = 0; Empresas que pagaram dividendos no período = 1	Não se aplica	Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Vancin & Procianoy (2016); Montalvan <i>et al.</i> (2017)
Independente	Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	+	Fernandes & Ribeiro (2013); Almeida <i>et al.</i> (2015); Montalvan <i>et al.</i> (2017)
	Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo Circ.} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	+	Gupta & Banga (2010); Forti <i>et al.</i> (2015); Vancin & Procianoy (2016)
	Endividamento (END)	$\frac{\text{Pas. Circ.} + \text{Pas. Não Circ.}}{\text{Ativo Total}}$	-	Kania & Bacon (2005); Gupta & Banga (2010); Procianoy & Vancin (2014); Montalvan <i>et al.</i> (2017)
	Tamanho (TAM)	LN do Ativo Total	+	Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Holanda & Coelho (2012); Fernandes & Ribeiro (2013); Forti <i>et al.</i> (2015); Vancin & Procianoy (2016); Montalvan <i>et al.</i> (2017)
	Lucratividade (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	+	Vancin & Procianoy (2016); Viana Júnior & Ponte (2016)
	Dividendos do Exercício Anterior	$\frac{\text{Dividendos Exercício Anterior}}{\text{Lucro Líquido Exercício Anterior}}$	+	Lintner (1956); Ribeiro (2010); Fernandes & Ribeiro (2013), Almeida

8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças 8º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade 1º Congresso FURB de Ciências Contábeis 3º Congresso de Gestão e Controladoria da UNOCHAPECÓ				
Contabilidade e Perspectivas Futuras				
	Escalonados por Lucro Líquido do Exercício Anterior (DIVANT)			et al. (2015); Vancin & Procianoy (2016)

Fonte: dados da pesquisa.

Como se pode observar na Tabela 2, considerou-se como variável dependente os dividendos (DIV) pagos no período e como variáveis independentes (determinantes) a rentabilidade (RENT), liquidez (LIQ), endividamento (END), tamanho da empresa (TAM), lucratividade (ROE) e os dividendos pagos no exercício período anterior (DIVANT).

Para a análise dos resultados aplicou-se inicialmente estatística descritiva a fim de apresentar e sumarizar o conjunto de variáveis utilizadas no estudo conforme descritas no Quadro 1. As medidas usadas para descrever esse conjunto de variáveis foram mínimos, máximos, média e desvio-padrão. Dessa forma, pretende-se fornecer uma síntese dos dados observados. Aplica-se ainda o teste de *t-Student* para comparar as médias das variáveis independentes entre as empresas que pagam dividendos e as que não pagam dividendos.

Fazendo uso da variável dependente e das variáveis independentes expostas no constructo da pesquisa, apresentado no Quadro 1, fez-se uso do método estatístico de Regressão Logística, também conhecida na literatura como *Análise Logit*. A Regressão logística é uma técnica de análise multivariada, apropriada para as situações nas quais a variável dependente é categórica e assume um entre dois resultados possíveis (binária).

Fávero (2015) explica que a Regressão Logística tem por objetivo estudar a probabilidade de ocorrência de um determinado evento definido por Y que se apresenta na forma qualitativa dicotômica (Y = 1 para descrever a ocorrência do evento em interesse e Y = 0 para descrever a ocorrência do não evento), com base no comportamento de variáveis independentes (explicativas).

Como o objetivo da Regressão Logística é gerar uma função matemática cuja resposta permita estabelecer a probabilidade da ocorrência de determinado evento em função do comportamento de um conjunto de variáveis independentes (explicativas), obtém-se dessa forma coeficientes que indicam a importância de cada variável independente para a ocorrência do evento, cujo modelo pode ser apresentado na seguinte equação:

$$Z = \beta_0 + \beta_1*RENT_i + \beta_2*LIQ_i + \beta_3*END_i + \beta_4*TAM_i + \beta_5*ROE_i + \beta_6*DIVANT_i + \beta_7*ANO2011 + \beta_8*ANO2012 + \beta_9*ANO2013 + \beta_{10}*ANO2014 + \beta_{11}*ANO2015 + \beta_{12}*ANO2016 + \varepsilon_i$$

onde a variável dependente representado pelo coeficiente Z é uma variável dicotômica (empresas que não pagaram dividendos no período = 0; empresas que pagaram dividendos no período = 1), o coeficiente β_0 representa o termo independente ou interseção da reta de regressão, os coeficientes β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 representam o efeito de cada uma dos fatores específicos na distribuição de dividendos, os coeficientes β_7 , β_8 , β_9 , β_{10} , β_{11} e β_{12} representam respectivamente os anos que compreendem o período analisado, o termo i representa cada uma das observações, isto é, cada uma das empresas consideradas e, ε representa o termo das perturbações, isto é, os restantes fatores não explicáveis pelo modelo.

Neste estudo, pela análise dos coeficientes estimados pela Regressão Logística das variáveis independentes possibilita inferir a sua intensidade sobre a determinação do pagamento



de dividendos por parte das empresas analisadas por este estudo. Ressalta-se que as técnicas estatísticas empregadas neste estudo foram realizadas com apoio do *software* estatístico especializado SPSS® 21, além de planilhas eletrônicas para tabulação dos dados estudados. A partir dos pressupostos apresentados como procedimentos metodológicos, na próxima seção apresenta-se a análise dos resultados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção apresenta a análise dos resultados do estudo, cujos dados foram coletados e analisados a partir do que se estabeleceu nos procedimentos metodológicos e em conformidade com o objetivo proposto no trabalho. Inicia-se com a análise da estatística descritiva das variáveis utilizadas e, na sequência, tem-se a análise da Regressão Logística. A Tabela 3 apresenta as empresas que pagaram e não pagaram dividendos no período analisado.

Tabela 3 – Empresas que pagaram e não pagaram dividendos

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N.	213	227	241	250	258	276	281
Com Dividendos	140 (66%)	156 (69%)	158 (66%)	164 (66%)	175 (68%)	172 (62%)	167 (59%)
Sem Dividendos	73 (34%)	71 (31%)	83 (34%)	86 (34%)	83 (32%)	104 (38%)	114 (41%)

Legenda: N. = Número de observações (Empresas)

Fonte: dados da pesquisa.

Como se pode observar, o número total de empresas que possuíam todas as informações necessárias e estabelecidas por este estudo aumentou, comparativamente entre os anos de 2010 e 2016. No entanto, destaca-se que os anos de 2015 e 2016, a participação no número de empresas que pagaram dividendos diminui consideravelmente em relação ao ano de 2014. Mais especificamente, no ano de 2014, o percentual de empresas que pagaram dividendos foi de 68%, passando para 62% em 2015 e 59% em 2016.

Apesar destes resultados, ou seja, umas consideráveis reduções no percentual de empresas que pagam dividendos em relação às que não pagam, esses percentuais ainda permanecem superiores ao encontrado em estudo similar de Holanda e Coelho (2012) que ao analisarem as 401 empresas brasileiras listadas no BM&FBovespa no período entre 1998 e 2010, encontram um percentual de 40% de empresas que não pagaram dividendos e 60% que pagaram. Tal divergência de resultados pode estar associada ao viés de seleção da amostra.

Esta divergência de resultados estimula novas pesquisas em relação ao comportamento das empresas distribuírem ou não seus resultados em forma de dividendos. Sendo assim, a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das empresas que distribuem dividendos.

Tabela 4 – Estatística descritiva do pagamento de dividendos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N.	140	156	158	164	175	172	167
Mínimo	77	94	36	24	6	61	5
Máximo	5.030.751	5.475.448	5.450.111	7.209.410	12.059.595	11.490.221	10.330.601
Média	194.962	193.566	196.645	209.452	246.982	212.036	232.747
D. Padrão	517.229	522.794	508.488	645.031	975.976	909.983	891.392

Legenda: N. = Número de observações (Empresas), D. Padrão = Desvio Padrão.

Fonte: dados da pesquisa.



Conforme os dados apresentados na Tabela 4 percebe-se que houve um aumento no número de empresas que pagaram dividendos no decorrer do período analisado, aumentando de 140 empresas em 2010 para 172 empresas em 2015, uma leve queda em 216, com 167 empresas que distribuíram dividendos. Um fato relevante para esta análise é que, da mesma forma que o número de empresas que pagaram dividendos aumentou o valor médio pago também aumentou consideravelmente entre os anos de 2010 e 2014, com pequena queda em 2015 e retomando o aumento em 2016.

Tais resultados podem estar associados ao fato de que investidores preferem aplicar seus recursos em empresas com política de dividendos adequada às suas preferências (Holanda, Coelho, 2012), o que remete a abordagem apresentada por Modigliani e Miller (1991) de que, por meio da política de dividendos, as empresas atraem para si novos investidores (Efeito Clientela), pois estes preferem investir em empresas que melhor atendem suas expectativas quanto ao retorno de seus investimentos.

Com isso as empresas conseguem cativar para si investidos que preferem um nível de dividendos que foram transmitidos pelas empresas ao mercado no passado (Pereira & Vieira, 2016). Sob tal perspectiva, há indícios de que as empresas analisadas estejam distribuindo uma maior proporção de pagamento de dividendos com o intuito buscar novos investidores quanto à manutenção dos já existentes.

A próxima análise refere-se à estatística descritiva das variáveis independentes apresentadas no constructo desta pesquisa e que são apontadas pela literatura revisitada como possíveis determinantes da política de dividendos. Nesse sentido, tal análise levou em consideração a separação entre as empresas que pagam dividendos e aquelas que não pagam, conforme observa-se na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis independentes

Ano	Grupo	N.	RENT	LIQ	END	TAM	ROE
2010	C / Div.	140	0,1206	2,6329	0,5210	14,3631	0,1884
	S / Div.	73	0,1326	23,8274	0,4820	12,9469	0,5773
2011	C / Div.	156	0,1106	8,1555	0,5143	14,4294	0,1623
	S / Div.	71	0,0181	48,7116	0,5170	12,9619	0,0485
2012	C / Div.	158	0,1155	5,0282	0,5240	14,2731	0,1963
	S / Div.	83	-0,0681	30,1020	0,5232	13,3761	-0,8265
2013	C / Div.	164	0,1072	27,9144	0,5205	14,4098	0,1631
	S / Div.	86	-0,1959	47,7258	0,5348	13,0132	-0,3077
2014	C / Div.	175	0,0939	6,0886	0,5343	14,5332	0,1570
	S / Div.	83	-0,0812	31,6684	0,5503	13,4951	-0,2412
2015	C / Div.	172	0,0738	6,9446	0,5498	14,6763	0,0998
	S / Div.	104	-0,2217	47,9385	0,5872	13,4267	-0,5324
2016	C / Div.	167	0,0894	5,5427	0,5270	14,5755	0,1449
	S / Div.	114	-0,0050	47,4620	0,5934	13,3654	-0,1892
P. Acum.	C / Div.	1.132	0,1007	9,0096	0,5277	14,4717	0,1575
	S / Div.	614	-0,0682	40,4325	0,5468	13,2490	-0,2385

Legenda: N. = Número de observações (Empresas), C / Div. = Empresas que pagaram dividendos, S / Div. = Empresas que não pagaram dividendos, P. Acum. = Período acumulado de 2010 a 2016.

Fonte: dados da pesquisa.

A rentabilidade, mensurado pela Receita Operacional (EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*) representa fluxo de caixa livres disponíveis, o que pode levar a um maior pagamento de dividendos (Fernandes & Ribeiro, 2013; Almeida *et al.*, 2015; Montalvan *et al.* 2017). Nesse



contexto, conforme se pode observar na Tabela 4, apenas no ano de 2010 a variável rentabilidade (RENT) foi maior em empresas que não pagaram dividendos em relação às que pagaram. A partir de 2011 estes resultados se invertem. Destaca-se ainda que a partir de 2013, a rentabilidade das empresas que não pagaram dividendos foi negativa.

Tais resultados são similares ao encontrado por estudos como o de Holanda e Coelho (2012) e de Forti *et al.* (2015) no contexto brasileiro e Almeida *et al.* (2015) no contexto português de que empresas que não pagam dividendos são menos rentáveis. Almeida *et al.* (2015) explicam que a rentabilidade permite ir ao encontro da opinião de que as empresas que evidenciam um maior nível de rentabilidade apresentam maior tendência para pagar dividendos, mostrando estar em consonância com a teoria da relevância dos dividendos.

Diferentemente do que foi apresentado como resultado da rentabilidade, o índice de liquidez (LIQ) das empresas que não pagaram dividendos foi maior em relação às empresas que pagaram dividendos em todo o período analisado. Esse resultado está em consonância com os achados de Gupta e Banga (2010), Forti *et al.* (2015) e Vancin e Procianoy (2016) de que empresas que distribuem dividendos apresentam menores índices de liquidez.

Almeida *et al.* (2015) explicam que a empresa, ao distribuir dividendos, provoca uma diminuição da liquidez dos seus ativos, o que se reflete numa diminuição dos excedentes de fluxo de caixa, influenciando diretamente a forma de remuneração dos investidores sob a forma de dividendos ou ganhos de capital.

Sob tal perspectiva, analisa-se também a diferença no nível de endividamento (END) entre as empresas que distribuem dividendos e aquelas que não distribuem. Sem assim, observa-se na Tabela 4 que somente nos anos de 2010 e 2012 o nível de endividamento das empresas que distribuíram dividendos é superior às empresas que não distribuíram dividendos, apesar de que tais diferenças não são expressivas. Tal resultado corrobora com os estudos de Vieira *et al.* (2013) no contexto francês e Vancin e Procianoy (2016) no contexto brasileiro que apontam que empresas que possuem maior nível de endividamento menor será o nível de pagamento de dividendos.

Em outro estudo, Procianoy e Vancin (2014) destacam que, no caso brasileiro, empresas endividadas tendem a pagar somente o mínimo obrigatório (legal) já que utilizam seus fluxos de caixa livre para o pagamento de suas dívidas. Montalvan *et al.* (2017) explicam que um alto nível de endividamento implica em um menor pagamento de dividendo devido ao fato de que o fluxo e caixa livre deve ser usado na liquidação das dívidas.

Em relação à variável tamanho (TAM), observa-se que nos períodos analisados as empresas que distribuem dividendos são maiores do que as empresas que não distribuem dividendos. Esses resultados estão em linha aos encontrados na literatura, conforme se pode observar nos estudos de Holanda e Coelho (2012), Fonteles *et al.* (2013) e Forti *et al.* (2015). Conforme apontado por Vancin e Procianoy (2016), as empresas que distribuem dividendos são, geralmente, maiores em relação às aquelas que não pagam dividendos.

Tais resultados corroboram os apontamentos de Fama e French (2001) que também destacaram que organizações que pagam dividendos têm a serem maiores em relação às não pagadoras e, acrescenta-se que, empresas maiores possuem maior facilidade para obtenção de empréstimos, o que asseguraria o financiamento para suas atividades, por conseguinte, facilitando a distribuição de dividendos. Sendo assim, o resultado desta pesquisa está em linha com tal proposição, uma vez que, como apontado pela Tabela 4, as empresas que distribuem dividendos são maiores em relação às empresas que não distribuem dividendos, bem como possuem maior nível de endividamento.



Por fim, a Tabela 4 apresenta a variável lucratividade (ROE). Seguiu a mesma tendência já apontada para a variável rentabilidade (RENT), ou seja, somente no ano de 2010 as empresas que não pagaram dividendos apresentaram maior lucratividade em relação às empresas pagadoras, de 2011 a 2016 esta posição foi inversa. Destaca-se que a partir de 2012 as empresas que não distribuíram dividendos apresentaram lucratividade negativa.

Segundo Iquiapaza *et al.* (2008), Vancin e Procianny (2016) e Viana Júnior e Ponte (2016), empresas com maiores margens de lucratividade estão dispostas a distribuir um maior nível de dividendos aos seus acionistas. Por outro lado, Martins e Famá (2012) apontam que empresas mais lucrativas tendem a distribuir seus resultados em forma de dividendos e tendem a serem mais endividadas. Tal afirmativa suporta os resultados apresentados por esta pesquisa o qual indica que, no período analisado, as empresas que distribuíram dividendos aos seus acionistas são mais lucrativas e mais endividadas em relação às empresas que não distribuíram dividendos.

A fim de analisar se há diferença estatisticamente significativa entre as variáveis independentes em relação aos dois grupos analisados, ou seja, empresas que distribuíram dividendos e as empresas que não distribuíram dividendos aplicaram-se o teste *t* de média e o teste de Levene, conforme pressupostos apresentados na metodologia desta pesquisa, o qual se apresenta na Tabela 6.

Tabela 6 – Teste de média das variáveis independentes

Variáveis	Variância	Teste de Levene		Teste-t para Igualdade de Médias		
		F	Sig	t	df	Sig
RENT	Variâncias iguais assumidas	30,0089	0,0000	5,5737	1.744,00	0,0000
	Variâncias iguais não assumidas			4,1448	623,33	0,0000
LIQ	Variâncias iguais assumidas	53,8791	0,0000	-3,8299	1.744,00	0,0001
	Variâncias iguais não assumidas			-3,1614	762,65	0,0016
EDN	Variâncias iguais assumidas	54,3669	0,0000	-1,6114	1.744,00	0,1073
	Variâncias iguais não assumidas			-1,5091	1.043,29	0,1316
TAM	Variâncias iguais assumidas	98,9512	0,0000	11,3795	1.744,00	0,0000
	Variâncias iguais não assumidas			10,1081	906,53	0,0000
ROE	Variâncias iguais assumidas	26,3180	0,0000	4,5052	1.744,00	0,0000
	Variâncias iguais não assumidas			3,3988	639,10	0,0007

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 6 apresenta o teste de Levene para a homogeneidade das variâncias. Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009) explicam que o teste de Levene é utilizado para testar a igualdade das variâncias populacionais entre dois grupos. Assim sendo, quando o teste se mostrar significativo, conclui-se que as variâncias são significativamente diferentes, utilizando-se os dados das variâncias iguais não assumidas. Porém, quando o teste de Levene não se mostrar significativo, deve-se aceitar a igualdade das variâncias, utilizando-se os dados das variâncias iguais assumidas (Fávero *et al.* 2009).

Sendo *p-value* = 0,000, conclui-se que as variâncias não são homogêneas e assim a estatística de teste a utilizar para o teste de *t-Student* é a que assume variâncias iguais não assumidas. Dessa forma, pode-se concluir que as médias da rentabilidade, liquidez, do tamanho e da lucratividade entre as empresas que distribuíram dividendos e aquelas que não distribuíram são significativamente diferentes. Por outro lado, o endividamento não apresentou diferença significativa, ou seja, o nível de endividamento é muito similar entre as empresas que distribuíram dividendos e suas contrapartes.



Diante de tais resultados, pode-se afirmar que, no período entre 2010 e 2016, as características das empresas que distribuíram dividendos são as maiores em termos de tamanho, são mais rentáveis e mais lucrativas, cujas diferenças de médias foram estatisticamente diferentes. Em contrapartida, as empresas que não distribuíram dividendos são as que possuem maior índice de liquidez e maior nível de endividamento, apesar deste último não apresentar diferença de média significativa.

Tais resultados ajudam a suportar os resultados encontrados em estudos revisitados tanto nacionais quanto internacionais, tais como Iquiapaza *et al.* (2008), Gupta e Banga (2010), Holanda e Coelho (2012), Fonteles *et al.* (2013), Vieira *et al.* (2013), Almeida *et al.* (2015), Forti *et al.* (2015), Vancin e Procianny (2016) e Viana Júnior e Ponte (2016). A fim de investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras utilizou-se na análise de Regressão Logística, cujos resultados são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 – Fatores determinantes da distribuição de pagamentos

Variáveis	Relação Esperada	β	Wald	Sig
Constante	Não se aplica	-3,7292	67,7277	0,0000
RENT	+	3,1443	25,9704	0,0000
LIQ	+	-0,0006	2,1617	0,1415
END	-	-2,2291	59,8874	0,0000
TAM	+	0,3672	115,7297	0,0000
ROE	+	0,0926	0,9155	0,3387
DIVANT	+	4,3955	11,4906	0,0007
ANO2011	Não se aplica	0,2163	0,9737	0,3238
ANO2012	Não se aplica	0,0805	0,1402	0,7081
ANO2013	Não se aplica	0,0970	0,2034	0,6520
ANO2014	Não se aplica	0,2453	1,2947	0,2552
ANO2015	Não se aplica	0,0666	0,1005	0,7512
ANO2016	Não se aplica	-0,0698	0,1136	0,7361
Teste do Rácio de Verossimilhança: α : 1.956,373				
Teste de ajustamento de Hosmer e Lemeshow: α : 0,000				
Pseudo R ² Nagelkerke: α : 0,223				

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados apresentados na Tabela 7 indicam como fatores com maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na decisão das empresas em distribuir parte dos seus resultados em forma de pagamento de dividendos a rentabilidade (RENT), o tamanho (TAM) da empresa, mensurada pelos seus ativos, e a distribuição dos dividendos no período anterior (DIVANT). Estes três fatores foram os que apresentaram os coeficientes mais elevados. A lucratividade também apresentou coeficiente positivo, no entanto não significativo. Tais resultados são suportados pela literatura revisitada.

Em contrapartida, a liquidez (LIQ) e o endividamento (END), apresentaram seus coeficientes negativos, indicando a probabilidade de influenciar negativamente a decisão das organizações na decisão acerca da distribuição dos dividendos. Deve-se destacar que o elevado coeficiente negativo e significativo apresentado pelo endividamento (END), é um resultado esperado e suportado pela literatura revisita. No entanto, apesar de não significativo, esperava-se um coeficiente positivo para a liquidez (LIQ), ou seja, esperava-se que a liquidez possuísse uma probabilidade de influenciar positivamente na decisão das empresas em distribuir parte dos seus resultados em forma de pagamento de dividendos.



De forma sucinta, pode-se afirmar que os determinantes que apresentaram maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na política de dividendos das organizações são a rentabilidade (RENT) e os dividendos pagos no exercício anterior (DIVANT), e de forma negativa o endividamento (END). Os demais fatores apresentaram baixo poder explicativo da probabilidade de influenciar na política de dividendos.

Um fator importante a ser destacado por esta pesquisa são os indicativos da probabilidade da distribuição de dividendos no decorrer do período analisado, observando-se especialmente seus coeficientes (ANO2011, ANO2012, ANO2013, ANO2014, ANO2015 E ANO2016). Apesar destas variáveis não apresentarem significância estatística, percebe-se que a evolução e/ou retração dos coeficientes no decorrer do período analisado. Esse resultado sinaliza que a forma como as empresas decidem sua política de dividendos não é uniforme, ou seja, ela é definida de forma estratégica e que podem estar alinhadas como os objetivos e ou resultados esperados pelas organizações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme os apontamentos de Almeida *et al.* (2015), a política de dividendos é parte importante do conjunto de decisões financeiras das organizações que impacta no fluxo de caixa das organizações, bem como modifica a forma como as empresas montam suas estratégias de financiamento e investimentos, que, por conseguinte, impactará no seu desempenho econômico e financeiro.

É nesse contexto que surgiram diversas teorias que tentaram, de certa forma, explicar a forma como as organizações elaboram e/ou alteram suas estratégias de política de dividendos, no entanto a temática é ainda controversa, o que tem estimulado o desenvolvimento de novos estudos. Montalvan *et al.* (2017) são partícipes da perspectiva de que apesar da intensificação das pesquisas e das recentes teorias terem fornecido fortes evidências empíricas sobre a temática, ainda há falta de consenso dos resultados apresentados, justificando por que a política de dividendos tem sido um dos tópicos mais debatidos na literatura financeira.

Diante disso, a presente pesquisa objetivou investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. O foco principal do estudo foi investigar os determinantes da política de dividendos em empresas em um mercado em emergente, como o caso brasileiro. Sendo assim realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental.

A população da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto ativas em 2017, listadas na BM&FBovespa, tendo como amostra analisada 293 empresas entre os anos de 2010 e 2016, totalizando 1.746 observações. Como variáveis de análise, considerou-se como variável dependente os dividendos (DIV) pagos e como variáveis a rentabilidade (RENT), liquidez (LIQ), endividamento (END), tamanho da empresa (TAM), lucratividade (ROE) e os dividendos pago no exercício anterior (DIVANT).

Como principal resultado destaca-se que, na amostra analisada, em torno de 60% das empresas distribuíram seus resultados em forma de pagamento de dividendos, percentual superior em comparação com estudos recentes sobre a temática. Tal resultado deve-se analisar com cautela por possíveis vieses de amostra. Ainda em relação às empresas que pagaram dividendos, os resultados da pesquisa apontaram que houve um aumento significativo no valor médio dos valores efetivamente pagos aos seus investidores.

Outro aspecto apontado por esta pesquisa, é que, as principais características apresentadas pelas organizações que distribuíram dividendos são as maiores em termos de tamanho, são mais rentáveis e mais lucrativas, cujas diferenças de médias foram



estatisticamente diferentes. Em contrapartida, as empresas que não distribuíram dividendos são as que possuem maior índice de liquidez e maior nível de endividamento, apesar deste último não apresentar diferença de média significativa.

Como forma de responder a questão de pesquisa elaborada por esta pesquisa, que foi investigar os determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, conclui-se que os determinantes que apresentaram maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na política de dividendos das organizações são a rentabilidade (RENT) e os dividendos pagos no exercício anterior (DIVANT), e de forma negativa o endividamento (END). Os demais fatores, liquidez (LIQ), tamanho (TAM) e endividamento (END) apresentaram baixo poder explicativo da probabilidade de influenciar na política de dividendos.

Pretendeu-se com esta pesquisa contribuir para estabelecer um *link* entre os determinantes da política de dividendos e as teorias explicativas para as políticas de dividendos adotadas por empresas que operam no Brasil. Ademais, buscou-se contribuir para com a literatura de finanças acerca desta temática, sendo esta de maior relevância, não somente para o meio acadêmico, mas também empresarial. Contudo, espera-se que este estudo auxilie as organizações no que concerne ao estabelecimento de suas estratégias de política de dividendos, já que as organizações, por meio destas políticas podem enviar sinais ao mercado impactando em suas decisões de investimentos e financiamentos.

Como limitação do estudo destaca-se a dimensão do mercado acionário brasileiro, o alto percentual de empresas que não distribuem ou não informam a distribuição de dividendos, o que diminui o universo de empresas a ser estudada, a falta de informações que poderiam aumentar e/ou diversificar o número de variáveis com potenciais explicativos para a política de dividendos. No entanto, tais limitações não invalidam os resultados alcançados por esta pesquisa. Tais limitações reforçam a necessidade de novas pesquisas.

Contrapondo tais limitações, sugere-se que para pesquisas futuras, sejam analisadas, além das informações econômicas e financeiras das organizações, variáveis de mercado e variáveis macroeconômicas como possíveis determinantes da política de dividendos das organizações. Percebeu-se na literatura revisitada que diversas são as teorias e fatores que podem influenciar na política de dividendos das organizações. No entanto, não foram observados quais os direcionadores de tais políticas, uma vez que os estudos não os diferenciam entre uma perspectiva organizacional ou de mercado.

REFERÊNCIAS

- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da política de dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701-719.
- Almeida, L. A. G., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2015). Efeito subprime na distribuição de dividendos em Portugal. *Revista de Administração FACES Journal*, 14(4), 10-25.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271-288.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Fávero, L. P. (2015). *Análise de dados. Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus.



- Fernandes, D. J. M., & Ribeiro, A. M. O. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA*, 6(7), 1-12.
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., de Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2013). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173-204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D., L. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2 Part 1), 99-105.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102-110.
- Groppelli, A. A., Nikbakht, E. (2010). *Administração financeira*. 3 ed. São Paulo: Saraiva.
- Holanda, A. P., & Dias Coelho, A. C. (2012). Dividendos e Efeito Clientela: Evidências no Mercado Brasileiro. *RAE: Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.
- Holanda, A. P., & Dias Coelho, A. C. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.
- Hussainey, K., Oscar Mgbame, C., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), 57-68.
- Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1001-1014.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kania, S. L.; & Bacon, F. W. (2005). What factors motivate the corporate dividend decision?. *ASBBS E-Journal*, 1(1), 97-107.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 4(3), 243-269.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 24-39.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Montalvan, S. M., Barilla, C. D., Ruiz, G. D., & Figueroa, D. L. (2017). Corporate governance and dividend policy in Peru: is there any link?. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 12(2), 103-116.
- Mubin, M., Ahmed, M., Aslam, M. F., Lal, I., & Hussain, A. (2013). Determinants of Dividend with Industry-wise Effect–Evidence from KSE 100 Index. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 62-69.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.



- Nuhu, E. (2014). Revisiting the Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 5(8), 230-238.
- Pereira, P. M., & Vieira, E. (2016). O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas empresas do PSI20. *European Journal of Applied Business and Management*, 2(2), 115-135.
- Procianoy, J. L. & Vancin, D. (2014). Dividends: Publicly Listed Brazilian Companies' Propensity to Pay or Not to Pay. Available at SSRN 2447972.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(1-2), 15-25.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies*, (6), 162-174.
- Souza, D. H de O., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. dos. (2016). Efeitos Da Governança Corporativa Na Distribuição De Dividendos: Um Estudo Em Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(1), 058-079.
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.
- Viana Júnior, D. B. C., & Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25-44.