

A close-up photograph of a person's hand holding a white dollar sign symbol. The person is wearing a dark green suit jacket, a white shirt, and a dark tie. The background is a light blue wall. The text is overlaid on the top left of the image.

Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico

*Dividend policy and its determinants: emphasizing the lack of
consensus theoretical-empirical*

Resumo

Este estudo tem como objetivo resgatar discussões que versam sobre a política de dividendos e seus fatores determinantes, destacando a falta de consenso existente com o intuito de estimular a reflexão e o debate sobre o tema. Para isso, por meio do levantamento bibliográfico de estudos anteriores, foram adotadas duas perspectivas de compreensão: a perspectiva da relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa; e a perspectiva dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos. São observadas as teorias mais relevantes de dividendos e resultados empíricos, como os trabalhos seminais de Lintner (1956), Gordo (1959) e Miller e Modigliani (1961), e estudos mais atuais, como os de Al-Najjar (2009) e Décourt e Procianoy (2012). Com isso foi possível realizar uma análise temporal, acompanhando as mudanças nas sociedades empresárias, uma análise regional, observando a variação dos achados em relação aos países, e uma análise referente à preferência de gestores e acionistas, ratificando a ausência de consenso e necessidade de amadurecimento metodológico e de continuidade das investigações sobre o assunto.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Fatores Determinantes. Teoria de Dividendos.

Abstract

This study aims to redeem discussions that deal with the dividend policy and its determinants, emphasizing the lack of consensus, in order to stimulate reflection and debate on the matter. Therefore, two perspectives of understanding were adopted: the perspective of the relationship between the payment of dividends and the value of the company, and the perspective of the factors that influence the decision to pay dividends. The most relevant theories observed were of dividends and empirical results with the seminal work of Lintner (1956), Gordo (1959) and Miller and Modigliani (1961) and more recent studies such as Al-Najjar (2009) and Décourt and Procianoy (2012). It was then possible a temporal analysis following the changes in entrepreneurial companies, a regional analysis observing the variation of the results in relation to countries, and an analysis regarding the preference of managers and shareholders, confirming the lack of consensus and the need for methodological maturity and continuity of research on the subject.

Keywords: Dividend Policies. Determinants. Theory of Dividends.

¹ Doutora em Administração pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Professora da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). *E-mail*: jfs@ufpe.br.

² Doutoranda em Administração pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Professora da Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE). *E-mail*: keciagalvao@gmail.com.

A política de dividendos se refere à prática adotada pela empresa sobre quanto, como e quando distribuir os lucros obtidos aos seus sócios ao longo do tempo. Neste trabalho, semelhante ao realizado por Ribeiro (2010), para guiar o desenvolvimento da discussão sobre as políticas de dividendos, foram adotadas duas perspectivas de compreensão: a perspectiva da relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa; e a perspectiva dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos.

Em um contexto histórico, as questões da política de dividendos têm envolvido os gestores desde meados do século XVI, e, desde então, têm sido desdobradas em práticas diversas, como distribuição de grandes remunerações ou mesmo do total dos lucros, e atreladas a fatores diversos, como a realidade econômica, o risco do negócio, a taxação do imposto de renda, o mercado de informações assimétricas e a preferência dos investidores (FRANKFURTER; WOOD, 1997). Na segunda metade do século XX ocorreu o marco inicial das discussões acadêmicas: em 1956, John Lintner lançou as bases fundamentais do entendimento moderno da política de dividendos (BRAV et al., 2005) e Miller e Modigliani (1961) introduziram a discussão da irrelevância dos dividendos para o valor da empresa sob a perspectiva de um mercado perfeito.

Por conseguinte, em oposição aos achados de Miller e Modigliani (1961), outras pesquisas examinaram imperfeições do mercado e desenvolveram diferentes paradigmas para a política de dividendos, que incluem a hipótese do Efeito Tributário (ELTON; GRUBER, 1970), a hipótese do efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961; ELTON; GRUBER, 1970), a assimetria da informação (BATTHACARYA, 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 aos dividendos e à política de dividendos ainda não foram exploradas suficientemente (AL-NAJJAR, 2009; AL-MALKAWI; RAFFERTY; PILLAI, 2010; RIBEIRO, 2010).

Quando se trata da perspectiva dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos, o que se enquadra em um contexto de mercado imperfeito, busca-se “teorizar a tendência das empresas em pagar, ou não pagar, dividendos” (AL-NAJJAR, 2009, p. 1, tradução nossa), investigando fatores que possam explicar essa propensão (LINTNER, 1956; AIVAZIAN, 2003; HO, 2003; DÉCOURT, 2009; AL-NAJJAR, 2009; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012), 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 (AL-NAJJAR, 2009).

Os trabalhos que tratam sobre tais fatores têm sido elaborados sob duas vertentes: uma é a investigação direta junto aos gestores por meio de questionários e entrevistas (LINTNER, 1956; DÉCOURT, 2009; AMBROZINI, 2011; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012) e a outra é feita por meio de dados obtidos de informações secundárias apresentadas pela empresa e no mercado, utilizando modelos econométricos para análise (FAMA; FRENCH, 2001; AIVAZIAN, 2003; HO, 2003; OMRAM; POINTON, 2004; AL-NAJJAR, 2009; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; SILVEIRA; BELLATO, 2006). Em ambas as vertentes os resultados encontrados são divergentes e variam conforme o país e o período analisados (DÉCOURT, 2009; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012).

O que deve ser considerado para justificar a ocorrência de divergências nos trabalhos empíricos que destacam a política de dividendos é a exclusão de algumas variáveis significantes e a utilização de diferentes métodos estatísticos, o que torna difícil a comparação entre seus resultados (AL-NAJJAR, 2009).

Nesse contexto de divergência e falta de consenso, este estudo tem como objetivo resgatar discussões que versam sobre a política de dividendos e seus fatores determinantes com o intuito de proporcionar maior clareza e estimular a reflexão e o debate sobre o tema. Porém, não há pretensão de esgotar o assunto, tendo em vista os numerosos estudos existentes.

1 Dividendos: dos Primeiros Pagamentos ao Início das Discussões

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, iniciados 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 taxa de 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 distribuíam 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).

No 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

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.

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 e adquiriram caráter de contínuas pela extinção da prática de desfazimento total dos ativos. A remuneração dos investidores ocorria por pagamentos generosos para manter a satisfação dos acionistas em meio ao risco do negócio (BASKIN, 1988).

Ainda no século XVII, os dividendos obtiveram sua regulamentação na Inglaterra e 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, 2009). Ao final do período em questão, os investidores davam maior atenção ao preço das ações pela sua alta valorização e os dividendos se tornaram menos importantes por meio da volatilidade (BASKIN, 1988).

Também por volta do século XVIII, empresas norte-americanas de manufatura, de comércio marítimo e 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 e 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 o intuito de aproximar aos investimentos em empresas privadas a segurança e a 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 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, discutidos a seguir (BENRUD, 2009).

O primeiro período é caracterizado pela 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 foram marcados pelo aumento de maior magnitude no preço das ações

em relação ao lucro e aos dividendos, fazendo o *payout* constante (JOHNES; WILSON, 2002). O ano de 1929 foi marcado por forte variação do *payout* e queda do preço das ações (JOHNES; WILSON, 2002). O terceiro período, 1930 a 1947, que perpassa pela Segunda Guerra Mundial, foi marcado por variações dos lucros, não acompanhado em mesma intensidade pelos dividendos (JOHNES; WILSON, 2002). Por fim, o período de 1948 a 1962 foi marcado por forte crescimento do *payout*, cerca de 6% ao ano. (BENRUD, 2009).

O século XX, após a Segunda 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*) (BANDEL; 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. Desde então pesquisas têm examinado imperfeições do mercado e desenvolvido diferentes paradigmas para a política de dividendos, que incluem (mas não se limitam) a hipótese do efeito tributário (ELTON; GRUBER, 1970), a hipótese do efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961; ELTON; GRUBER, 1970), a teoria da sinalização (BATTACHARYYA, 1979) e a hipótese do fluxo de caixa (EASTERBROOK, 1984).

2 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.

O estudo de Lintner (1956) tem implicações até os dias atuais e baseia parte dos estudos voltados à Política de Dividendos. Nesse estudo, a avaliação da política de dividendos das empresas é feita por meio de entrevistas com os gestores para identificação e compreensão da tomada de decisão deles e dos padrões de comportamento da política de dividendos.

Como resultados obtidos por Lintner (1956), são evidenciadas quatro relevantes constatações: a) os gestores são relutantes em modificar a política de dividendos devido às reações dos investidores, e apenas o fazem quando há certa segurança de que ela poderá ser mantida; b) em consequência, há relutância em modificar a política dos dividendos: esta não é modificada na mesma proporção da variação dos lucros contábeis, fazendo com que a série temporal seja suavizada; c) 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*); d) a política de dividendos tem uma relação com o ciclo de vida das empresas mais jovens e em alto grau de crescimento pagavam menos dividendos do que empresas já consolidadas no mercado.

A política de dividendos se baseia em aspectos específicos da empresa e do mercado, sob o contexto atual e de 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 e a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e dividendos.

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 de 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 *cross-section* de quatro indústrias (farmacêutica, alimento, aço e máquinas de ferramentas) por dois anos (1951 e 1954), alega que o investidor preferia receber seu rendimento como dividendos do que tê-lo reinvestido pela empresa, sendo o seu

retorno obtido como ganho de capital, já que havia incerteza do sucesso. Essa preferência é tratada como Teoria do Pássaro na Mão, a *Bird in the hand*.

Nesse contexto, Gordon (1959) traz ainda 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* irá reduzir o custo de capital e, portanto, aumentar o valor das ações. Isto é, altos *payout* 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) desenvolve 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.

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

Em que V_0 é o valor da empresa, D_t é o dividendo pago no momento t e r_t é a taxa de crescimento descontada. 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, em década posterior, Miller e Modigliani (1961) trouxeram uma crítica ao pássaro na mão a partir do argumento de o 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 contrário. Esse trabalho de Miller e Modigliani (1961) é conhecido como o da irrelevância dos dividendos.

3 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Contrapondo a 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 financiamentos adotados, mas, tão somente, das oportunidades de investimentos que gerariam valor de fato. Assim, para os acionistas, seria indiferente receber os dividendos ou ter os seus rendimentos reinvestidos, já que os ganhos futuros corrigidos seriam equivalentes ao valor presente dos dividendos.

Miller e Modigliani (1961) argumentaram que 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 pela forma 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 às 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 do 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 a 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) trouxeram o valor da empresa como sendo o valor da empresa no momento $t+1$, subtraído o nível de investimento I_t e somando o total da receita líquida, descontado o valor presente pela taxa de retorno da empresa, conforme equação 2:

$$V_t = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e} \quad (2)$$

Para os acionistas, seria indiferente receber os dividendos ou ter os seus rendimentos reinvestidos, já que os ganhos futuros corrigidos seriam equivalentes ao valor presente dos dividendos.

Com essas alegações e pressupostos, ao mesmo tempo em que Miller e Modigliani (1961) chegaram a importantes conclusões sobre a irrelevância dos dividendos, findaram-nas diante de um mercado de capitais imperfeito e com a violação dos seus pressupostos, identificando situações pelas quais a política de dividendos pode influenciar o valor das empresas ou a preferência dos acionistas. Essas violações referiam-se à ocorrência de tributação dos rendimentos, de custos nas transações de um mercado incerto e de informação assimétrica e de conflitos de interesses. Baker, Powel 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) isso não ocorreria. Essa constatação impulsionou estudos que contrapunham a alegação de irrelevância dos dividendos por meio de observações das imperfeições de mercado, como a de que os dividendos reduzem o valor da empresa (efeito tributário) (ELTON; GRUBER, 1970), o efeito clientela (ELTON; GRUBER, 1970) e o conteúdo informacional dos dividendos (BHATTACHARYA, 1979).

4 Hipótese do Efeito Tributário

Mesmo não aceitando os tributos como relevantes, Miller e Modigliani (1961, p. 432) os consideram como sendo “a maior imperfeição sistemática no mercado”. Em um 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, 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* (razão dividendos e lucros) diminuem o custo de capital próprio e aumentam o preço das ações, consequentemente 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.

Contrapondo exatamente a Teoria do Pássaro na Mão, as vantagens tributárias dos ganhos de capital sobre os dividendos tendem a predispor investidores, que têm tratamento tributário favorável sobre ganhos de capital, a preferirem empresas que retêm a maior parte dos ganhos do que aquelas que pagam dividendos, e estão dispostos a pagar um prêmio a empresas com baixo *payout*.

Esta seria a percepção de que os “dividendos são ruins”, ou que os dividendos não são vantajosos para os investidores por terem tributação maior do que os ganhos de capital. Assim, as empresas deveriam reter o valor a ser pago como dividendo para se colocarem em melhor situação. Por fim, chega-se a ideia de que o investidor tomará suas decisões baseado na tributação dos dividendos e ganhos de capital e da razão *dividend yield*.

5 Hipótese do Efeito Clientela

Em mercados imperfeitos há possibilidade de influência de certas imperfeições na decisão dos investidores individuais, como os custos de transações 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

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

reduzissem esses custos. A resposta dos gestores às preferências dos acionistas, modificando sua política de dividendos, é chamada efeito clientela de dividendos (ELTON; GRUBER, 1970).

Em mercados imperfeitos, comumente investidores vivenciam taxas de tributação diferenciadas para dividendos e ganhos de capital, e incorrem em custos de transação quando negociam títulos. Assim, minimização de tributos e custos induzem clientes, os quais são atraídos por empresas que adotem políticas de dividendos que melhor se adequem às suas preferências particulares.

Sobre a tributação no efeito clientela, Elton e Gruber (1970) apontam que investidores com baixa tributação tendem a ser atraídos por empresas que pagam dividendos elevados e estáveis. Segundo Allen, Bernardo e Welch (2000), o mesmo ocorreria com investidores institucionais por características peculiares de tributação e restrições contratuais de apenas poderem investir em empresas com pagamento de dividendos. Em contrapartida, investidores com altos índices de tributação tenderiam a procurar empresas com baixo *payout*.

6 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 incorrer em ações prejudiciais entre si em função de favorecimento próprio. 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 Meckling (1976), Easterbrook (1984) e Jensen (1986).

Em empresas onde os 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 dessas ações, acionistas optam por ações para controle e monitoramento dos gestores, 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 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 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).

7 Incerteza e Assimetria da Informação

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 alguns dos agentes econômicos têm mais informações do que os outros.

Em mercados com assimetria informacional, em que os gestores precisem informar de maneira complementar informações 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. Dessa forma, os dividendos seriam uma ferramenta para os gestores transmitirem suas informações privadas ao mercado (BASKIN; MIRANTI, 1988).

Nesse contexto, Lintner (1956) argumenta que 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 de más notícias, pois a empresa teria um pobre prospecto futuro e o preço das ações reagiria desfavoravelmente.

8 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. Conforme mencionado em tópico anterior, Lintner (1956) foi o precursor dos estudos empíricos sobre o 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), além de Lintner, o trabalho de Miller e Modigliani (1961), que discutiu a irrelevância dos dividendos em um mercado perfeito, também teve relevância neste segmento por influenciar investigações sobre os motivos e consequências da política de dividendos, que contrapunham seus achados. A investigação de tais fatores é motivada pela falta de consenso sobre o comportamento dos dividendos (AL-NAJJAR, 2009) e o entendimento do que determina a magnitude do *payout*, sob a justificativa de que empresas distribuíam quantia substancial dos seus recursos aos acionistas todos os anos (DENIS; STEPANYAN, 2009).

Os fatores que influenciam o pagamento, também chamados fatores determinantes de política de dividendos ou fatores determinantes de pagamento, podem ser indicadores que caracterizam a política de pagamento de dividendos das empresas. Um número diverso de indicadores pode ser encontrado nos estudos que versam sobre o assunto.

Conforme levantamento em estudos anteriores, esses fatores referem-se à rentabilidade, endividamento, liquidez, controle de propriedade, tamanho, risco, ciclo de vida, setor econômico, governança corporativa, oportunidade de crescimento/investimento, aspectos de mercado, disponibilidade de caixa, efeito clientela, variação dos lucros e tributação. Esses fatores e suas relações com os dividendos são apresentados no QUADRO 1, conforme discussão realizada por diversos autores. Em seguida, o QUADRO 2 apresenta os principais indicadores dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos.

Denis e Stepanyan (2009) destacam alguns desses fatores e os dividem em duas categorias: (1) características fundamentais e (2) características discricionárias. O grupo de indicadores fundamentais é composto pelo tamanho, rentabilidade, oportunidades de crescimento e maturidade (ciclo de vida), e o grupo de características discricionárias pela alavancagem e estrutura de governança corporativa.

QUADRO 1 - Relação dos fatores de pagamento de dividendos

Continua

Rentabilidade	Tem uma relação positiva com os dividendos – as empresas com alta rentabilidade estariam dispostas a pagar altos dividendos (AL-NAJJAR, 2009). Empresas rentáveis pagam mais dividendos para enviar boas notícias sobre seu desempenho financeiro (BATTACHARYA, 1979; HO, 2003; AIVAZIAN et al., 2003).
Alavancagem	Quanto mais alavancada a empresa, maiores os desembolsos para pagamento de juros e amortização e, assim, menor o dividendo pago. Por outro ponto de vista, empresas mais endividadas têm maiores benefícios tributários do que empresas com menos dívidas, já que as despesas com juros reduzem a base de cálculo do imposto de renda, possibilitando maior pagamento dos dividendos (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).
Liquidez	Justificada pelo fluxo de caixa livre. Empresas com maior disponibilidade de caixa pagam maiores dividendos do que empresas com caixa insuficiente (HO, 2003).
Controle acionário	Empresas com controle acionário concentrado em poucos investidores têm a propensão de pagar menores dividendos e favorecer os acionistas majoritários (AL-NAJJAR, 2009; SILVEIRA; BELLATO, 2006).
Risco	Relacionado com a estabilidade dos lucros, empresas com ganhos estáveis podem prever seus ganhos futuros com maior acurácia, e assim poderão ter maior <i>payout</i> , com menor probabilidade de reduzi-los no futuro (CHANG; RHEE, 2001).

QUADRO 1 - Relação dos fatores de pagamento de dividendos

Conclusão

Tamanho e ciclo de vida	Refere-se à maturidade do negócio e à oportunidade de novos projetos. Empresas mais jovens e menores tendem a ter mais oportunidades de novos projetos e maior necessidade de caixa para investimento, enquanto empresas maiores e maduras teriam menos oportunidades de novos projetos e menor necessidade de caixa. Assim, empresas menores com menor disponibilidade de caixa teriam menor <i>payout</i> do que empresas maiores.
Sector econômico	Justificada pela diferença de necessidades de investimento, sazonalidade e necessidade de capital de giro entre setores, que podem influenciar a necessidade de caixa e, assim, a distribuição de dividendos (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).
Aspectos de mercado	Fatores como taxas de remuneração de títulos públicos, taxas de juros e inflação estão historicamente relacionados à taxa de pagamento de <i>payout</i> , direcionando seu aumento ou redução para remuneração dos investidores (LINTNER, 1956).
Variação dos lucros	As empresas apenas aumentariam seus dividendos quando os lucros futuros forem suficientes para mantê-los ao longo dos anos. Por outro lado, as empresas apenas reduziram o pagamento de dividendos se não houvesse lucros futuros suficientes para mantê-los.

FONTE: O autor (2014)

QUADRO 2 - Conjunto de indicadores

Variável	Indicador	Instrumentação	Fonte
Rentabilidade	ROA	LL_t / AT_t	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Choi Joo e Park (2011); Nissin e Ziv (2001).
	ROE	LL_t / PL_t	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009); Choi Joo e Park (2011); Nissin e Ziv (2001).
Oportunidade de Crescimento	Vt/At	$\frac{(AT_t - PL_t) + VMPL_t}{AT_t}$	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
	Variação Percentual do Ativo	$\frac{AT_t - AT_{t-1}}{AT_{t-1}}$	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
	SGR	$\frac{RL_t - RL_{t-1}}{RL_{t-1}}$	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Tamanho da Empresa	LnAT	$\ln(AT_t)$	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Ciclo de Vida	MixPL	LR_t / PL_t	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
	MixAT	LR_t / AT_t	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Endividamento	END	$\frac{PC_t + PNC_t}{AT_t}$	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Disp. de Caixa	Cx	$\frac{C_t}{AT_t}$	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Risco	Inst_Rec	$\sigma \left[\sum_{i=1}^4 \overline{RL} \right]$	Aivazian, Booth e Cleary (2003); Vancin (2014).
Variação dos Lucros	VL	$\frac{L_t - L_{t-1}}{L_{t-1}}$	Choi, Joo e Park (2011); Castro Junior e Yoshinaga (2012).

FONTE: O autor (2014)

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; 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, 2003; HO, 2003; OMRAM; POINTON, 2004; AL-NAJJAR, 2009; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; SILVEIRA; BELLATO 2006).

Em sua discussão preliminar sobre fatores que possam influenciar o pagamento dos dividendos com base na tomada de decisão dos gestores, Lintner (1956) constatou que para a 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, os ganhos relativos sobre o capital, a razão preço e lucro, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos lucros, a preferência dos acionistas quanto aos seus ganhos e aos dividendos, dentre outros.

Décourt (2009) e Décourt e Procianoy (2012) realizaram um levantamento dos principais estudos no período de 1956 a 2004, abrangendo os EUA, a Austrália, a Alemanha, a África do Sul, a Malásia, a Noruega e o Canadá. Os autores identificaram a ocorrência de resultados diversos e contraditórios no que tange à significância dos fatores para tomada de decisão dos gestores sobre o assunto dividendos. Porém, observaram certa consonância na preocupação dos gestores com a preferência dos acionistas, a ocorrência do efeito sinalizador em alguns dos países analisados e a irrelevância da questão tributária.

Investigando especificamente os gestores brasileiros Décourt (2009) e Décourt e Procianoy (2012), constatou-se que a política de dividendos é um instrumento para valoração da empresa, além de que o lucro líquido do exercício e o caixa gerado

são os principais fatores para a decisão de pagar ou não os 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, questionando-os sobre disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros, orçamento para o próximo exercício social, novas oportunidades de investimentos futuros, expectativa de lucros futuros, efeito da inflação na formação do lucro contábil, capacidade de captação de novos recursos externos para financiamento, investimentos, manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital, estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio), grau de estabilidade dos lucros da empresa, risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco) e objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro. Como resultados, Ambrozini (2011) 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 dados secundários, foram encontrados os de Fama e French (2001), Aivazian (2003), Ho (2003), Oram e Pointon (2004) e Al-Najjar (2009); Já no Brasil foram encontrados os de Heineberg e Procianoy (2003), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006),

Silveira e Bellato (2006), Vancin e Procianoy (2014), porém com resultados divergentes, conforme pode ser observado a seguir.

Como resultados, Fama e French (2001) encontraram que o pagamento de dividendos é positivamente relacionado com o tamanho da empresa e negativamente associado com a oportunidade de crescimento, mensurada pela razão *market-to-book*.

Aivazian (2003), investigando os EUA e mercados emergentes, encontrou relação entre o pagamento de dividendos e as variáveis rentabilidade, endividamento, *book-to-market* e composição do ativo. Sobre essas variáveis, observou-se que empresas com alto ROE, maior razão *book-to-market*, tendem a pagar altos dividendos, enquanto que empresas com maior endividamento tendem a pagar baixo *payout*, sugerindo que restrições financeiras afetam a política de dividendos. Especificamente para empresas de mercados emergentes, o pesquisador concluiu que dividendos são negativamente relacionados à tangibilidade dos ativos das empresas.

Ho (2003), realizando um estudo comparativo das políticas de dividendos do Japão e da Austrália, encontrou 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 e custo de transação e o setor industrial. Na Austrália, o tamanho da empresa e o setor industrial influencia a política de dividendos.

Omram e Pointon (2004) também investigaram as variáveis que poderiam influenciar a política de dividendos no mercado de ações do Egito, separando as empresas conforme o estado de negociação ativa. Conforme seus dados, o *payout* de empresas com negociação ativa se relaciona negativamente com o nível de

alavancagem e a razão *book-to-market*. Já o *payout* das empresas com negociação não ativa se relaciona negativamente com a alavancagem, tangibilidade e tamanho da empresa (mensurada pelo valor de mercado) e se relaciona positivamente com o risco de negócio, *market-to-book* e tamanho da empresa (mensurado pelo total dos ativos). Utilizando a amostra completa, o *payout* tem relação positiva com o tamanho da empresa (mensurado pelo valor de mercado) e relação negativa com o tamanho da empresa (mensurado pelo total de ativos). Já utilizando regressão logística, os autores observaram que a redução dos dividendos está associada à baixa 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 ganhos retidos e valor contábil do patrimônio líquido, encontrando uma relação positiva entre esta razão e a propensão da empresa em pagar dividendos.

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

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, identificando 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.

Silveira e Bellato (2006) avaliaram se o controle da empresa, sob a perspectiva da posse de altos índices de ações ordinárias por parte dos acionistas controladores, influencia a política de dividendos, mensurada pelo *payout* e *dividend yield*. Os resultados encontrados não são estatisticamente conclusivos, mas reforçam a percepção de que empresas com maiores controles acionários distribuem menos resultados do que empresas com ações ordinárias mais pulverizadas, sugerindo, assim, que a emissão de ações sem direito a voto e com maior concentração de controle pode gerar conflitos de interesses entre os tipos de acionistas, podendo dar maiores favorecimentos a acionistas controladores.

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

Segundo Al-Najjar (2009), os resultados de estudos da política de dividendos são divergentes pela complexidade do assunto, pela não observação de variáveis significantes que podem ser afetadas pela decisão da política de dividendos e por não existir uma relação precisa entre as variáveis investigadas e a política de dividendos das empresas. Porém, trabalhos empíricos sobre a política de dividendos têm mostrado um forte campo de evidências que, combinados, são importantes determinantes da política de dividendos (AL-NAJJAR, 2009).

Considerações Finais

Apresentou-se no decorrer deste texto teorias e fatores determinantes das políticas de dividendos, destacando a ausência de consenso nos estudos que versaram sobre o assunto. Essas discordâncias puderam ser observadas em uma perspectiva temporal, acompanhando as mudanças nas sociedades empresárias, em uma perspectiva regional, observando que há variação em relação a países, ou mesmo levando em consideração a perspectiva e preferência de gestores e acionistas.

A falta de consenso sobre a política de dividendos pôde ser explicada pela ausência de padronização dos estudos quanto às técnicas metodológicas utilizadas ou mesmo às variáveis adotadas. Esse argumento corrobora a necessidade de amadurecimento metodológico e de continuidade das investigações sobre o assunto.

Uma proposta de pesquisa é a investigação concomitante dos fatores considerados relevantes pelos gestores por meio de investigação direta e a confirmação, ou não, desses na atuação da empresa a ser observada em seus relatórios públicos. Outra sugestão é a ampliação da investigação dos fatores determinantes da política de dividendos que tenham resultados mais significativos às variações nas perspectivas destacadas e evidenciem razões das diferenças de resultados.

- Recebido em: 08/07/2014
- Aprovado em: 08/12/2014

Referências

- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from u.s. firms? **Journal of Financial Research**, Lubbock, v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003.
- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500.
- AL MALKAWI, H-A, N.; RAFFERTY, M.; PILLAI, R. Dividend policy: a review of theories and empirical evidence. **International Bulletin of Business Administration**, Charlotte, n. 9, p. 171-200, Dec. 2010.
- AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 3, p.182-197, 2009.
- ALLEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH, I. A theory of dividends based on tax clienteles. **Journal of Finance**, New York, v. 55, p. 2.499-2.536, 2000.
- ALLI, K. L.; KHAN, A. Q.; RAMIREZ, G. G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **The Financial Review**, Buffalo, v. 28, n. 4, p. 523-547, Nov. 1993.
- AMBROZINI, M. A. **Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. Ribeirão Preto, 2011. 236f. Tese (Doutorado em Administração de Organizações) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2011.
- BAKER, H. K. Dividends and dividend policy: an overview. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividend policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. Cap. 1, p. 3-19.
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E.; VEIT, E. Theodore revisiting managerial perspectives on dividend policy. **Journal of Economics and Finance**, Memphis, v. 26, n. 3, Fall, 2002.
- BANCEL, F.; BHATTACHARYYA, N.; MITTOO, U. R. Cross-country determinants of payout policy: European firms. In: BAKER, H. B.; KOLB, R. W. **Dividends and dividends policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. p. 71-93.
- BASKIN, J. B. The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914: overcoming asymmetric information. **The Business History Review**, Boston, v. 62, p. 199-237, 1988.
- BENRUD, E. The historical evolution of dividends. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividends policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. Cap. 2, p. 1-66.
- BHATTACHARYYA, S. Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand fallacy. **Bell Journal of Economics**, New York, v. 10, p. 259-270, 1979.
- BISHOP, S. R.; HARVEY R. C.; FAFF, R. W.; TWITE, G. J. **Corporate finance**. Sydney: Prentice Hall, 2000.
- BLACK, F. The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management**, New York, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stocks prices and returns. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 1, p. 1-22, 1974.
- BRAV, A. et al., **Payout policy in the 21st Century**. Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=571046>>. Acesso em: 16 dez. 2014.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- CHANG, R. P.; RHEE, S. G. The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. **The Journal of Financial Management**, San Franciscol, v. 19, n. 2, p. 21-31, 1990.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms. **Journal of Finance**, New York, v. 45, n. 5, 1.415-1.431, 1990.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 40, p. 425-456, 2004.

_____. Reversal of fortune: Dividend Signaling and the disappearance of sustained earnings growth. **Journal of Financial Economics**, v. 40, p. 341-370, 1996.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. **Dividend policy and the earned/contributed capital mix**: a test of the lifecycle theory. 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**. Porto Alegre, 2009. 138f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças** [On-line], Rio de Janeiro, v. 10, n. 4.2012.

DENIS, D.; STEPANYAN, G. Factors Influencing Dividends. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividends policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. Cap. 4, p. 55-69.

EASTERBROOK, F. H. Two agency costs explanations of dividends. **American Economic Review**, Nashville, 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.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. **Marginal stockholder tax effects and ex-dividends day behavior** - thirty-two later. Working paper, out. 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Malden, v. 25, p. 383-417, May. 1970.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 60, n. 1, p. 3-44, 2001.

_____. Forecasting profitability and earnings. **Journal of Business**, Spokane, v. 73, p. 161-175, 2000.

FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. Risk, return and equilibrium: Empirical tests. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, p. 607-636, 1973.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P. L. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. In: SEMEAD, 13., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2010.

FRANKFURTER, G. M.; WOOD, B. G. Jr. The evolution of corporate dividend policy. **Journal of Financial Education**, Chicago, v. 23, p. 16-33, 1997.

_____. Dividend policy theories and their empirical tests. **International Review of Financial Analysis**, Greenwich, v. 11, p. 111-138, 2002.

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

_____. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, Malden, v. 18, n. 2, p. 264-272, May. 1963.

GORDON, M.; SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: The required rate of profit, **Management Science**, Hanover, v. 3, p. 102-112, 1956.

- HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: EnANPAD, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003.
- HO, S. K.; WU, C. The earnings information content of dividend initiation and omissions. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 28, n. 7 e 8, Sep./Oct., 2003.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JONES, C; WILSON, J. An analysis of the S&P 500 index and cowles extension: prices indexes and stock returns 1870-1999. **Journal of Business**, Spokane, v. 75, n. 3, p. 505-533, 2002.
- LEASE, R. C.; KOSE J.; KALAY, A.; LOEWENSTEIN, U.; SARIG, O. H. **Dividend policy**: its impact on firm value. Boston: Harvard Business School, 2000.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, Nashville, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- _____. Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 44, p. 243-269, 1962.
- MICHAELY, R. Ex-dividend day stock prices behavior: the case of the 1986 tax reform act. **The Journal of Finance**, Malden, Cambridge, n. 46, p. 845-860, 1991.
- MICHAELY, R.; THALER, R.; WOMACK, K. Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction and drift? **Journal of Finance**, Malden, v. 50, p. 573-608, 1995.
- MILLER, ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **Journal of Finance**, Malden, v. 40, p. 1.031-1.051, 1985.
- MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of Business**, Spokane, v. 34, p. 411-33, 1961.
- RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: evidências empíricas para empresas não financeiras. **Revista Brasileira e Portuguesa de Gestão**, p. 15-25, jan./jun. 2010.
- 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, 6., **Anais...** Vitória: Sociedade Brasileira de Finanças, 2006.
- 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 dez. 2014.
- WATTS, R. The information content of dividends. **Journal of Business**, Spokane, v. 46, n. 2, p. 191-211, 1973.