



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

DOI: 10.21680/2176-9036

Vol. 11, n. 1, Jan./Jun, 2019

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 04.05.2018. Revisado por pares em:

04.07.2018. Reformulado em: 19.11.2018. Avaliado pelo sistema

double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2019v11n1ID14152

Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras

Revisiting the dividends distribution determinants: an analysis in brazilian companies

Revisando los determinantes de la distribución de dividendos: un análisis en empresas brasileñas

Autores:

Maurício Leite

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau – FURB.

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140, Bairro Victor Konder, Blumenau-SC – Brasil. CEP 89030-903 - Telefone: (47) 3321-0565.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4850210335044234>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7764-3969>

E-mail: mauricio.leite@ymail.com

Nadia Mar Bogoni

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau – FURB.

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140, Bairro Victor Konder, Blumenau-SC – Brasil. CEP 89030-903 - Telefone: (47) 3321-0565.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2702825288908504>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8033-7505>

E-mail: nadiabogoni@hotmail.com

Nelson Hein

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração na Universidade Regional de Blumenau – FURB.

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140, Bairro Victor Konder, Blumenau-SC – Brasil. CEP 89030-903 - Telefone: (47) 3321-0565

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2285426292603416>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8350-9480>

E-mail: hein@furb.br

Resumo

Objetivo: A presente pesquisa teve por objetivo investigar os determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras.

Metodologia: Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A população da pesquisa compreendeu as empresas de capital aberto ativas na BM&FBovespa em 2017, tendo como amostra 293 empresas entre os anos de 2010 e 2016, totalizando 1.746 observações.

Resultados: Os resultados demonstraram que a rentabilidade (RENT), o tamanho da empresa (TAM) e a distribuição de dividendos no ano anterior (DIVANT) são os fatores que contribuem de forma positiva e significativa para a maior probabilidade das empresas em distribuir parte dos seus resultados em forma de dividendos, enquanto o endividamento (END) apresentou relação negativa e significativa.

Contribuições do Estudo: Este estudo traz uma importante contribuição para a expansão da literatura de finanças, especialmente no que tange a identificação dos determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras na medida em que oferece resultados empíricos passíveis de comparação e confrontamento com os resultados contraditórios encontrados na literatura revisitada contribuindo, dessa forma, para com a atual agenda de produção científica acerca desta temática.

Palavras-Chave: Dividendos. Política de Dividendos. Determinantes do Pagamento de Dividendos.

Abstract

Purpose: The present research aimed to investigate the determinants of dividend policy in Brazilian listed companies.

Methodology: A descriptive research was carried out, with a quantitative approach, through documentary research. The research population comprised publicly traded companies active on BM&FBovespa in 2017, with a sample of 293 companies between 2010 and 2016, totaling 1,746 observations.

Results: The results showed that the profitability (RENT), the size of the company (TAM) and the distribution of dividends in the previous year (DIVANT) are the factors that contribute in a positive and significant way to the greater probability of the companies of distribution of part of their results in the form of dividends, while indebtedness (END) presented a negative and significant relationship.

Contributions of the Study: This study makes an important contribution to the expansion of the financial literature, especially regarding the identification of the determinants of the dividend policy in Brazilian public companies insofar as it offers empirical results that can be compared and confronted with the contradictory results found in the literature reviewed contributing, in this way, to the current agenda of scientific production on this subject.

Keywords: Dividends. Dividend Policy. Determinants of the Payment of Dividends.

Resumen

Objetivo: La presente investigación tuvo por objetivo investigar los determinantes de la política de dividendos en compañías abiertas brasileñas.

Metodología: Se realizó una investigación descriptiva, con abordaje cuantitativo, por medio de investigación documental. La población de la investigación comprendió las empresas de capital abierto activas en la BM&FBovespa en 2017, teniendo como muestra 293 empresas entre los años 2010 y 2016, totalizando 1.746 observaciones.

Resultados: Los resultados demostraron que la rentabilidad (RENT), el tamaño de la empresa (TAM) y la distribución de dividendos en el año anterior (DIVANT) son los factores que contribuyen de forma positiva y significativa a la mayor probabilidad de las empresas de distribución de parte resultados en forma de dividendos, mientras que el endeudamiento (END) presentó una relación negativa y significativa.

Contribuciones del Estudio: Este estudio trae una importante contribución a la expansión de la literatura de finanzas, especialmente en lo que se refiere a la identificación de los determinantes de la política de dividendos en compañías abiertas brasileñas en la medida en que ofrece resultados empíricos pasibles de comparación y confrontación con los resultados contradictorios encontrados en la literatura revisitada contribuyendo de esa forma a la actual agenda de producción científica acerca de esta temática.

Palabras clave: Dividendos. Política de Dividendos. Determinantes del Pago de los Dividendos.

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 companhias abertas brasileiras.

Kania e Bacon (2005) 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. Segundo Almeida *et al.* (2015), a política de dividendos é parte importante do conjunto de decisões financeiras das organizações pois impacta diretamente no fluxo de caixa, nas suas políticas de financiamento e investimento, na atração do interesse dos atuais e novos investidores que, por conseguinte, impacta no desempenho econômico e financeiro das organizações.

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 a partir do início das décadas de 1950 e 1960, tais como Lintner (1956, 1962), Gordon (1959),

Miller e Modigliani (1961), para citar alguns, os quais apresentam evidências empíricas apoiadas por diferentes teorias a fim de fornecer um direcionamento aos gestores das organizações.

Pereira e Vieira (2016) destacam que estudos sobre a temática política de dividendos ainda não chegaram a resultados consensuais sobre o seu impacto na geração de riqueza aos acionistas. A partir da literatura revisitada, observou-se que estudos ainda tem se preocupado em identificar os determinantes da política de dividendos, os quais têm apresentado resultados díspares, seja em função de contextos econômicos os quais as empresas se encontram, até em relação às metodologias aplicadas. Neste sentido, a presente pesquisa propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: **quais os determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras?** Dessa forma, o estudo tem por objetivo investigar os determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

A política de dividendos tem sido tema relevante na área de pesquisa acadêmica, em especial na linha de finanças corporativas (Forti, Peixoto, & Alves, 2015) e vem sendo respaldado pela crescente atenção dada por parte dos principais periódicos nacionais (Viana Júnior, & Ponte, 2015; Sousa, Penedo, & Pereira, 2018). No entanto, Montalvan, Barilla, Ruiz e Figueroa (2017) destacam que apesar deste tema ter se tornando um dos tópicos mais debatidos na literatura financeira e, de que diversos pesquisadores terem desenvolvido teorias e fornecido evidências empíricas acerca dos fatores determinantes da política de dividendos e seus impactos nas organizações, ainda há uma falta de consenso em suas interrelações.

Conforme Forti *et al.* (2015), há uma forte associação entre a política de dividendos e a quase totalidade de outras decisões financeiras, logo, a compreensão dessa associação contribui para entender quais fatores influenciam as empresas em suas decisões de distribuição e retenção de caixa, pois são aspectos importantes tanto para gestores financeiros, investidores quanto para os órgãos reguladores de mercado.

Para Kronbauer, Lopes, Barbosa e Schwerz (2014), estudos empíricos sobre política de dividendos contribuem para pesquisa acadêmica assim como para a gestão empresarial, especialmente no que tange à geração de valor nas empresas, aumentando assim a satisfação dos investidores, surgindo a necessidade de novos estudos a fim de contribuir para o aprofundamento do conhecimento acerca das práticas de mercado e à luz dos preceitos teóricos. Vancin e Procionoy (2016) acrescentam que a compreensão dos reais fatores determinantes da política de dividendos auxilia na compreensão do processo de tomada de decisão financeira das organizações, o que justifica a realização do presente estudo.

Diante do exposto, a presente pesquisa busca contribuir para com a expansão da literatura de finanças, dentro da temática política de dividendos, mais especificamente na identificação dos determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras, oferecendo resultados empíricos passíveis de comparação e confrontamento com os resultados contraditórios encontrados na literatura revisitada, assim como contribuir para a atual agenda de produção científica acerca desta temática.

2 Revisão da Literatura

2.1 Política de Dividendos

Em uma economia preponderantemente capitalista, a crescente procura por investimentos externos por parte das empresas, bem como o próprio desenvolvimento do mercado de capitais é personificada na política de dividendos (Almeida *et al.*, 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) conceituam dividendos como “a parcela do lucro líquido de uma empresa que é distribuída aos seus acionistas mediante 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).

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, principalmente a partir dos 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).

Lintner (1956) e Gordon (1959) apontaram para a existência de uma relação entre o valor pago na forma de dividendos e o valor das ações, especialmente influenciados pelo lucro gerado pelas organizações. Estas indicações são reportadas pela literatura como Teoria da Relevância dos Dividendos. Assaf Neto e Lima (2017) explicam 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. Conforme Assaf Neto e Lima (2017), 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 imperfeitos 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 levantada sobre a política de dividendos foi 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 uma “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 transferidos e transmitidos por meio de informações 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) 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 entre principal e agente (Jensen, & Meckling, 1976).

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. Nesta perspectiva, 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.

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, & 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).

Percebe-se pela literatura revisitada, uma diversificada gama de teorias que tentam explicar 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 ainda em aberto. Neste sentido, a revisitação tanto da literatura nacional quanto internacional permite apresentar, de uma forma sucinta, os fatores que podem contribuir para a definição de uma política de dividendo por parte das organizações. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), Vancin e Procianoy (2016) e Montalvan *et al.*, (2017) lembram que a literatura oferece diversas alternativas que norteiam as políticas de dividendos, tais como fluxo de caixa, vendas, lucro líquido, dentre outros.

Estudos realizados por Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2015) e Montalvan *et al.* (2017) demonstraram que a receita operacional e a eficiências operacional das empresas são determinantes para um maior pagamento de dividendo. Neste sentido espera-se uma relação positiva entre fluxo de caixa e lucro operacional, mensurado pelo EBIT com a política de dividendos. Já Gupta e Banga (2010) afirmam que uma empresa com alto índice de financiamento externo exigiria maiores disponibilidades de caixa, ou seja, haveria uma forte posição de liquidez para atender às suas obrigações financeiras. Dessa forma inversa, para aumentar a liquidez, é de se esperar que as empresas reduzam seus pagamentos 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) também destacam que o tamanho da empresa tem um efeito positivo no pagamento de dividendos. Salsa (2010) argumenta que a relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de dividendos pagos pela mesma pode ser explicado aos custos de emissão de novas ações, dessa forma, empresas maiores tendem a uma política de dividendos mais generosos. Assim, espera-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos (Forti *et al.*, 2015).

Vancin e Procianoy (2016) e Viana Júnior e Ponte (2016) evidenciaram que empresas com maiores margens de lucratividade estão dispostas a distribuir maiores valores em forma de dividendos aos seus acionistas. Neste sentido, espera-se uma relação positiva entre lucratividade e a política de dividendos.

Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2015) e Vancin e Procianoy (2016) investigaram a constância na distribuição de dividendos, o qual utilizaram-se como base a distribuição de dividendos do período anterior. Tal abordagem demonstrou uma relação positiva entre os dividendos passados e o pagamento presente. Os autores entendem que os gestores tendem a manter taxas constantes de pagamentos de dividendos a fim de sinalizar ao mercado sua crença no desempenho favorável da organização.

Ainda sobre este comportamento, Vancin e Procianoy (2016) explicam 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

3.1 Estratégia e Método da Pesquisa

A fim de investigar os determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental.

3.2 População ou Amostra

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 setor financeiro pois estas possuem regulamentações econômicas e contábeis significativamente diferentes dos demais ramos de atividade econômica, 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 a 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.

3.3 Definição de Variáveis e Base de Dados

A Tabela 2 apresenta o constructo da pesquisa, apresentando os determinantes que, segundo a literatura revisitada, podem influenciar na determinação da política de dividendos.

Tabela 2
Determinantes da política de dividendos

Dimensão	Variável	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)
	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)
Independente	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	+	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 Dividido pelo Lucro Líquido do Exercício Anterior (DIVANT)	$\frac{\text{Dividendos Exercício Anterior}}{\text{Lucro Líquido Exercício Anterior}}$	+	Lintner (1956); (2010); Fernandes, & Ribeiro (2013); Almeida <i>et al.</i> (2015); Vancin, & Procianoy (2016)

Fonte: dados da pesquisa.

Considerou-se neste estudo 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).

3.4 Técnica de Análise de Dados

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 na

Tabela 2. 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, fez-se uso da 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 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ e β_6 representam o efeito de cada uma dos fatores específicos na distribuição de dividendos, os coeficientes $\beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}$ e β_{12} representam respectivamente os anos que compreendem o período analisado afim de controlar possíveis variações na política de dividendos no decorrer dos anos, 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 Resultados e Análises

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 quando comparado os anos de 2010 e 2016. No entanto, cabe destacar que nos anos de 2015 e 2016, a participação no número de empresas que pagaram dividendos diminuiu 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. Este resultado possivelmente está relacionado ao desempenho das organizações, uma vez que a rentabilidade média das empresas que compõem a amostra demonstrou-se em queda no mesmo período analisado, período em que o país passou por instabilidade econômica, principalmente pós eleição presidencial de 2014.

Apesar destes resultados demonstrarem 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 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. Este resultado estimula novas pesquisas em relação ao comportamento das empresas distribuírem ou não seus resultados em forma de dividendos. A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das empresas que distribuíram 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, se percebe 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 2016, 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, mas 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, principalmente na forma de pagamento de dividendos.

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 pagaram dividendos e aquelas que não pagaram conforme 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 Tabela 5, 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.

Como era de se esperar, estes resultados são similares aos encontrados 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 pagam dividendos foram as mais 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.

Por outro lado, 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.

Sob tal perspectiva, analisa-se também a diferença no nível de endividamento (END) entre as empresas que distribuíram dividendos e aquelas que não distribuíram. Sedo assim, observa-se na Tabela 5 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 também apresentam menor 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 é usado na liquidação das dívidas.

Em relação à variável tamanho da empresa (TAM), observa-se que nos períodos analisados as empresas que distribuíram dividendos são maiores do que as empresas que não distribuíram 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 àquelas que não pagam dividendos.

Tais resultados corroboram com os apontamentos de Fama e French (2001) de que organizações que pagam dividendos tendem a serem maiores em relação às não pagadoras. 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 5, as empresas que distribuíram dividendos são maiores em relação às empresas que não distribuíram dividendos.

Por fim, a Tabela 5 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.

Conforme Vancin e Procianoy (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, aplica-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 de Levene 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 $p\text{-value} = 0,000$, pode-se concluir 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 da empresa e da lucratividade entre as empresas que distribuíram dividendos e aquelas que não distribuíram são significativamente diferentes. Já 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 mais rentáveis, são as maiores em termos do tamanho dos ativos, são as mais lucrativas, possuem menor liquidez e maior lucratividade. Tais resultados são suportados pelos 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 R² Nagelkerke: α : 0,223

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 7 demonstram que a rentabilidade (RENT), o tamanho da empresa (TAM) e a distribuição dos dividendos no período anterior (DIVANT) são os fatores com maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na distribuição de dividendos e o endividamento (END) de forma negativa e significativa. Tais resultados estão em consonância com o que é preconizado pela literatura revisitada.

O resultado positivo e significativo encontrado entre a rentabilidade e a distribuição de dividendos é suportado pelas afirmativas de Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2015) e Montalvan *et al.* (2017) de que maiores disponibilidades de caixa, obtidos especialmente pela receita operacional das empresas, estimulam a gestão na distribuição dos seus resultados. Já em relação ao tamanho da empresa, Iquiapaza *et al.* (2008), Salsa (2010), Holanda e Coelho (2012), Forti *et al.* (2015) e Montalvan *et al.* (2017) destacam que empresas maiores possuem maiores incentivos na distribuição de dividendos, especialmente em função de seus ganhos de escala propiciarem menores custos de transação. Por fim, Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2015) e Vancin e Procianoy (2016) explicam que as empresas tendem a manter um fluxo de pagamentos constantes cujo objetivo principal é demonstrar ao mercado sua confiança no desempenho econômico e financeiro futuro das organizações, o que neste estudo demonstrou-se uma relação positiva e significativa entre o pagamento de dividendos no ano anterior e o pagamento de dividendos no ano corrente.

Apesar de não significativo, a Lucratividade (ROE) apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos. Este resultado está de acordo com o esperado pela literatura, ou seja, o sinal positivo indica que as empresas que conseguem gerar maiores resultados em termos de lucratividade a partir da aplicação dos recursos produtivos, tendem a distribuir maiores volumes de dividendos (Vancin, & Procianoy, 2016; Viana Júnior, & Ponte, 2016).

Em relação ao endividamento (END), este apresentou coeficiente negativo, indicando uma relação negativa e significativa com a distribuição de dividendos. Este resultado é esperado e suportado pela literatura revisitada. Conforme Gupta e Banga (2010), Procianoy e Vancin (2014), Forti *et al.* (2015) e Montalvan *et al.* (2017), é natural de se esperar que empresas que possuem alto nível de endividamento possuem menor propensão em distribuir seus parte dos

seus resultados em forma de dividendos pois isto implica diretamente nas suas disponibilidades de caixa para pagamento de dívidas.

Já em relação à liquidez (LIQ), apesar de não significativa, a relação encontrada com a distribuição de dividendos foi negativa, contrariando os resultados preconizados pela literatura. Gupta e Banga (2010) afirmam que empresas com alto índice de financiamento exigem maiores níveis de caixa para poder honrar com os seus compromissos financeiros assumidos com o mercado. Para Forti *et al.* (2015) e Vancin e Procionoy (2016) as empresas tendem a diminuir o nível de pagamento de dividendos a fim de manter seu índice de liquidez dentro de patamares que possam transmitir ao mercado sua capacidade de honrar seus compromissos. No entanto, o resultado divergente encontrado pela presente pode estar associado à necessidade de manter fiéis seus investidores assim como atrair novos investidores, isto faria com que novos investimentos passassem a ser aplicados a empresa, mesmo em momentos de baixa liquidez.

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 os coeficientes ANO2011, ANO2012, ANO2013, ANO2014, ANO2015 e ANO2016. Apesar destas variáveis não apresentarem significância estatística, percebe-se 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 e pode variar conforme as estratégias das empresas em função dos resultados econômicos e financeiros alcançados pelas mesmas, ou seja, ela é definida de forma estratégica a fim de alinhar os objetivos com os resultados esperados pelas organizações.

De posse destes resultados, pode-se inferir que de forma geral, a rentabilidade (RENT), o tamanho da empresa (TAM) e o pagamento de dividendos do ano anterior (DIVANT) apresentaram relação positiva e significativa com a distribuição de dividendos enquanto o endividamento (END) apresentou relação negativa e significativa. Tais resultados são suportados pela literatura revisitada ou qual se propôs investigar no presente trabalho.

5 Considerações Finais

A presente pesquisa teve por objetivo investigar os determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras. Para tal 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 293 empresas entre os anos de 2010 e 2016, totalizando 1.746 observações.

Como resultado da pesquisa, identificou-se que em torno de 60% das empresas distribuíram seus resultados em forma de pagamento de dividendos, percentual superior em comparação com estudos recentes. Em relação às empresas que pagaram dividendos, os resultados apontaram que houve um aumento significativo no valor médio dos valores efetivamente pagos aos seus investidores. Como forma de responder a questão de pesquisa, conclui-se que os determinantes que apresentaram maior probabilidade de influenciar de forma positiva e significativa na política de dividendos foram a rentabilidade (RENT), o tamanho da empresa (TAM) e os dividendos pagos no exercício anterior (DIVANT), e de forma negativa e significativa o endividamento (END).

Um importante achado desta pesquisa, e não identificado e/ou não abordado por pesquisas anteriores, é o fato que as organizações não mantiveram uma constância na distribuição de dividendos, fato este evidenciado pelos coeficientes das ANO2011, ANO2012, ANO2013, ANO2014, ANO2015 e ANO2016 e seus respectivos sinais positivo e negativo.

Dessa forma, há evidências de que as organizações ajustam suas políticas de dividendos de forma estratégica, alinhando sua *performance* econômica e financeira com os interesses ou expectativas de seus investidores.

Algumas limitações deste estudo devem ser consideradas. Primeiramente destaca-se a dimensão do mercado acionário brasileiro e o alto percentual de empresas que não distribuem ou não informam a distribuição de dividendos, o que limita o universo de empresas a serem estudadas. Aliado a isso, a falta de informações contábeis que poderiam aumentar e/ou diversificar o número de variáveis potencialmente explicativas de determinação da política de dividendos. Tais limitações não invalidam os resultados alcançados pela presente pesquisa.

Este estudo traz uma importante contribuição para a expansão da literatura de finanças, especialmente no que tange a identificação dos determinantes da política de dividendos em companhias abertas brasileiras na medida em que oferece resultados empíricos passíveis de comparação e confrontamento com os resultados contraditórios encontrados na literatura revisitada contribuindo, dessa forma, para com a atual agenda de produção científica acerca desta temática. Ademais, a compreensão dos reais fatores que determinam a política de dividendos, alcançados nesta pesquisa, auxilia na compreensão do processo de tomada de decisão financeira por parte das organizações.

Sugere-se que pesquisas futuras analisem, além das informações econômicas e financeiras das organizações, variáveis macroeconômicas, tais como crescimento do PIB, inflação, taxa de juros, para citar algumas delas, uma vez que, conforme identificado e mencionado anteriormente, as organizações podem estar ajustando suas políticas de distribuição de dividendos em função do momento político e econômico em que os país esteja passando. Tal recomendação é suportada pelo fato de que não foram identificados na literatura revisitada a diferenciação entre variáveis organizacionais e variáveis de mercado. Comparar as políticas de dividendos nos períodos de pré e pós crise econômica no contexto brasileiro é um campo fértil de pesquisa futura.

Além disso, faz-se necessário em estudos futuros a separação de amostras em grupos de empresas que distribuem os seus resultados em forma de dividendos mínimos obrigatórios daqueles que distribuem mais do que os mínimos obrigatórios. Esta abordagem pode trazer resultados importantes sobre a temática em questão. Além disso sugere-se a ampliação amostral e com estudo longitudinal. Por fim, recomenda-se, ainda desenvolver estudo comparando setores econômicos.

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.
- 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., Peixoto Júnior, C. A., 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.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.
- 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., & 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.
- Kronbauer, C. A., Lopes, J. C. de S., Barbosa, M. A. G., & Schwerz, M. B. (2015). Uma análise dos Estudos sobre Política de Dividendos nos Periódicos Brasileiros no Período de 2007 a 2012. *Revista de Ciências Jurídicas*, 15(2), 183-192.
- 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.
- 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*.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies*, (6), 162-174.
- Sousa, V. H. T. F. de, Penedo, A. S. T., & Pereira, V. S. (2018). Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. *Revista Capital Científico*, 16(3), 81-94.
- 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.