



Revista Contemporânea de Contabilidade

ISSN: 1807-1821

sensslin@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina  
Brasil

Vancin, Daniel Francisco; Laser Procianoy, Jairo  
Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos  
Revista Contemporânea de Contabilidade, vol. 13, núm. 28, enero-abril, 2016, pp. 57-79  
Universidade Federal de Santa Catarina  
Florianópolis, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=76249407004>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

## **Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos**

*Accounting ratios and the decision to pay dividends*

*Indicadores contables y la decisión de pagar dividendos*

---

### **Daniel Francisco Vancin**

Doutorando em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Endereço: Rua Washington Luiz, nº 855 - Centro Histórico.

CEP: 90010-460 - Porto Alegre/ RS – Brasil

E-mail: [daniel\\_vancin@hotmail.com](mailto:daniel_vancin@hotmail.com)

Telefone: + 55 (51) 3308-3536

### **Jairo Laser Procianoy**

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo

Professor Titular na Universidade Federal do Rio Grande do Sul e na Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Endereço: Rua Washington Luiz, nº 855 - Centro Histórico.

CEP: 90010-460 - Porto Alegre/ RS – Brasil

E-mail: [jairo.procianoy@ufrgs.br](mailto:jairo.procianoy@ufrgs.br)

Telefone: +55 (51) 3308-3536

Artigo recebido em 07/11/2015. Revisado por pares em 26/03/2016. Reformulado em 05/05/2016. Recomendado para publicação em 12/05/2016 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 14/06/2016.

---

### **Resumo**

Os índices contábeis servem de medida dos diversos aspectos econômicos e financeiros das empresas. Por meio deles, a presente pesquisa busca identificar quais aspectos são relevantes para a distribuição de dividendos no Brasil, considerando conjuntamente os diversos aspectos legais pertinentes. Verificou-se, através de uma regressão logística, que alguns são estatisticamente significantes para este objetivo: ROE, liquidez, tamanho, investimento, instabilidade da receita e estabilidade da política de dividendos.

**Palavras-chave:** Índices contábeis. Dividendos. Legislação. Dividendo mínimo.

### **Abstract**

The accounting ratios work as a measure of the many economic and financial aspects of the companies. Through them, this research seeks to identify which aspects are relevant to the dividend distribution in Brazil, considering together many relevant legal aspects. It was found by logistic regression that some of them are statistically significant for this purpose: ROE, liquidity, size, investment, unstable income and stability of dividend policy.

**Keywords:** Accounting ratios. Dividend. Law. Minimum dividend.

### **Resumen**

Los indicadores contables sirven para medir los aspectos económicos y financieros de las empresas. Con ellos, esta investigación trata de identificar cuáles son los aspectos relevantes para la distribución de dividendos en Brasil, teniendo en cuenta los demás aspectos legales. Se ha desarrollado regresión logística, que ha presentado resultado estadísticamente significativo, considerando el objetivo de esta investigación: la ROE, la liquidez, el tamaño, la inversión, la inestabilidad de los ingresos y la estabilidad de la política de dividendos.

**Palabras clave:** Indicadores contables. Los dividendos. Legislación. Mínimo de dividendo.

## 1 Introdução

No Brasil, a lei 6.404/1976 (LSA) estabelece, em seu artigo 202, que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: (a) Quota destinada à constituição da reserva legal; (b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores; (c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício.

É importante salientar que a legislação define, como lucro líquido do exercício, o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidos (primeiramente) os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda. Sobre este saldo são deduzidas também as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. O saldo destas deduções será considerado o lucro líquido do exercício, que será utilizado como base de cálculo para a distribuição de dividendos.

No segundo inciso do mesmo artigo é estabelecido que, em caso de o estatuto não ser omissivo em relação à sua distribuição, o dividendo obrigatório mínimo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (LLA). O lucro líquido ajustado é calculado deduzindo, do lucro líquido contábil, o valor para a constituição da reserva legal, a reserva de contingências e a reserva de lucros a realizar. Portanto, a legislação confere, ao estatuto social das companhias brasileiras de capital aberto, o poder de estabelecer a quantia mínima de dividendos a ser distribuída pela própria companhia. Ou seja, o estatuto social é soberano com relação à decisão de pagamentos de dividendos. Assim, as empresas de capital aberto e seus acionistas, no Brasil, possuem a discricionariedade de optar pelo montante mínimo a ser distribuído em proventos a seus acionistas.

Sobre essa previsão legal, Iudicibus *et al.* (2010) relatam a existência de divergências na interpretação do segundo inciso. Muitos acadêmicos e profissionais do mercado financeiro acreditam que 25% do LLA seja a quantia mínima a ser distribuída como proventos. Segundo os autores, uma parcela da doutrina jurídico-societária compreende que, relativo às companhias constituídas após o dispositivo citado, não há obrigatoriedade de seus estatutos sociais conferirem, a título de dividendo obrigatório, 25% do LLA, sendo livre sua fixação por parte das companhias e de seus acionistas. Como reflexo provável da eventual má compreensão da lei, Procianoy e Vancin (2014) demonstram que, no final de 2012, 82,1% das companhias brasileiras de capital aberto adotaram, em seus estatutos sociais, justamente a proporção de 25% de seu LLA como dividendo obrigatório.

Conforme Vancin e Procianoy (2016), existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o mínimo legal e contratual e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as empresas que pagam apenas o mínimo são compelidas por lei a fazerem algum pagamento de dividendos. Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.

A influência do dividendo obrigatório mínimo é importante para a compreensão do tema no Brasil, e sua não consideração pode induzir a fatores determinantes equivocados. Este estudo busca justamente utilizar índices contábeis para diferenciar as companhias que pagam o mínimo legal e contratual daquelas que pagam acima deste valor.

As demonstrações financeiras são instrumentos documentais dos registros ou escriturações das transações realizadas em uma atividade empresarial, em determinado período, e apresentam, com clareza, a posição financeira e patrimonial de uma empresa, permitindo a quem interessar o reconhecimento e a análise dos componentes financeiros que conduziram ou conduzirão às sobras ou perdas (OCB, 2000). Ou seja, os registros contábeis refletem as ações dos gestores das firmas (GUIMARÃES; MOREIRA, 2008). Neste sentido, os indicadores contábeis servem de medida para os diversos aspectos econômicos e financeiros das empresas. Assim como um médico usa certos indicadores, como pressão e temperatura, para elaborar o quadro clínico do paciente, os índices financeiros permitem construir um quadro de avaliação da empresa (MATARAZZO, 2010). Dessa forma, investidores possuirão maiores informações para realizar sua alocação de capital, diminuindo a assimetria informacional e, conseqüentemente, realizando operações com menos riscos, devido a maiores informações sobre o evento.

Para a realização da pesquisa foram estudados os estatutos sociais das companhias brasileiras de capital aberto, com o intuito de determinar o pagamento mínimo obrigatório de dividendos de cada uma das empresas, legal e contratual. Após, as atas das assembleias gerais ordinárias destas empresas foram analisadas e foram determinadas quais as que pagaram dividendos acima do valor mínimo obrigatório, e quais as que pagaram apenas este ou menos. Diferentemente de Vancin e Procianoy (2016), com base nestes dados foi criado um modelo de regressão logística para estimar quais são os fatores que segmentam as empresas nesses dois grupos. Os fatores analisados foram indicadores contábeis relevantes ao estudo de dividendos.

Os resultados obtidos indicam que 6 (seis) índices contábeis (variáveis independentes) são estatisticamente significativas e, dessa forma permitiram, com um nível de acurácia de 70,7%, dividir a amostra em dois grupos – os pagadores de dividendos acima do obrigatório legal e os demais. São elas: ROE, liquidez (Liq), tamanho da empresa (T), investimento (I), instabilidade das receitas (Inst\_Rec) e estabilidade de política de dividendos (EPD). Companhias com maiores níveis de ROE, liquidez e tamanho, menores níveis de investimentos e instabilidade de receitas, e maior estabilidade de política de dividendos tendem a distribuir, aos seus acionistas, quantias maiores de dividendos estabelecidos pela lei e por seus estatutos sociais. Estes resultados corroboram com a teoria residual de dividendos, a qual defende que os dividendos distribuídos pela firma seriam o montante que tenha sobrado após todas as oportunidades de investimentos aceitáveis terem sido aproveitadas. Em outras palavras, os dividendos são distribuídos somente com a existência de excesso de lucros retidos.

Importante salientar que muitos participantes do mercado financeiro buscam justamente investimentos que forneçam as maiores taxas de dividendos possíveis, por motivos como não tributação ou por visão de longo prazo, por exemplo. Neste contexto, os resultados apresentados demonstram que a contabilidade pode fornecer importantes contribuições à tomada de decisão no mercado financeiro, especialmente no que tange a distribuição de proventos. Adicionalmente, os resultados auxiliam na diferenciação entre os dois grupos estudados, reforçando a hipótese de que existem diferenças entre os grupos, e que a real decisão do pagamento de dividendos só existe nas empresas que pagam acima do mínimo obrigatório.

A próxima seção apresenta um breve referencial teórico sobre diferentes aspectos pertinentes ao estudo sobre dividendos. A seção 3 descreve a coleta de dados e a amostra. A

metodologia do estudo é apresentada na seção 4, e os resultados da pesquisa na seção 5. A seção 6 apresenta os resultados do teste de robustez. A última parte sintetiza as conclusões do estudo.

## 2 Referencial Teórico

Política de dividendos tem atraído substancial interesse entre os acadêmicos. Desde os primeiros trabalhos publicados, divergentes pontos de vista foram observados sobre o assunto, tais como a proposta de relevância de dividendos, idealizada por Lintner (1962) e Gordon (1963), em oposição à teoria da irrelevância criada por Miller e Modigliani (1961).

Em 1961, Franco Modigliani e Merton Miller – também conhecidos por M&M – publicaram um trabalho clássico onde argumentam, através de uma revisão teórica, que dividendos são irrelevantes em um mercado perfeito. Por perfeito entenda-se sem atritos: impostos, custos de negociação ou outras imperfeições de mercado.

Esta teoria defende a hipótese de que o pagamento de dividendos não altera o valor da firma nem a riqueza de seus acionistas. O valor da firma seria determinado pela sua política de investimentos e pelo retorno obtido por seus ativos. Assim, seus investidores seriam indiferentes quanto à origem do seu lucro: seja ele via dividendos, ou por ganhos de capital, via valorizações de suas ações. Consequentemente, o que deveria importar aos investidores seria o aproveitamento dos projetos de valor presente líquido positivo, segundo a política de investimentos das empresas. Sendo assim, não haveria diferença para os acionistas se a empresa financiasse o novo projeto de investimento cortando dividendos (financiamento interno) ou emitindo novas ações (financiamento externo).

Conforme Damodaran (2007), a ideia básica da irrelevância dos dividendos é simples. As empresas que pagam mais dividendos oferecem uma valorização menor de suas ações, mas têm de prover o mesmo retorno total para os acionistas, levando em conta suas características de fluxo de caixa e risco. Em contrapartida, companhias que pagam menos dividendos deveriam oferecer maior rentabilidade em ganhos de capital.

Para ilustrar os argumentos de M&M, Allen e Michaely (2003) supõem um mercado perfeito sem impostos onde, na data  $t$ , o valor da firma ( $V_t$ ) é dado pela equação 1.

$$V_t = \text{valor presente dos pagamentos} \quad (1)$$

Pagamentos incluem dividendos e recompra de ações. Para simplificar a explicação, consideraram dois períodos ( $t$  e  $t+1$ ). Na data  $t$ , a empresa possui ganhos ( $G_t$ ) e deve decidir sobre o seu nível de investimento ( $I_t$ ), de dividendos ( $D_t$ ), e o montante de ações a serem emitidas ( $\Delta S_t$ ). Caso haja recompra de ações,  $\Delta S_t$  terá sinal negativo. Já o nível de ganhos em  $t+1$  – denotado  $G_{t+1}$  ( $I_t$ ,  $\Delta t + 1$ ) – é função do investimento e da variável randômica  $\theta_{t+1}$ . Então, ao adotar a ideia de mercados completos, teremos a equação 2.

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\theta_{t+1}) G_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (2)$$

Onde:

$p_t(\theta_{t+1})$  = preço em tempo  $t$  de uma unidade de consumo em  $t+1$  condicionada à ocorrência do estado  $\theta$ .

Já a equação 3 demonstra a identidade dos recursos e usos de fundos no período  $t$ .

$$G_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (3)$$

Onde:

$G_t$  = ganhos do período.

Usando a equação 3 podemos substituir, na equação 2, a política de dividendos da empresa:

$$V_t = E_t - I_t + \int p_t(\theta_{t+1}) G_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (4)$$

Fica evidenciado, na equação 4, um dos argumentos de M&M. Já que o ganho ( $G_t$ ) é dado, o único determinante do valor da empresa é o investimento em  $t$  ( $I_t$ ). O valor da firma seria maximizado pela escolha apropriada da política de investimento.

Já o conceito-base que suporta a teoria de relevância de dividendos é atribuído a Gordon (1963) e Lintner (1962). Os autores sugerem a existência de uma relação direta entre a política de dividendos de uma empresa e seu valor de mercado. Suas ideias e argumentos ficaram conhecidos pela expressão pássaro-na-mão, pois sugere que investidores são, geralmente, avessos ao risco. Assim, atrelam menos risco aos dividendos correntes do que a dividendos futuros ou títulos a pagar, ou seja: mais vale um pássaro na mão do que dois voando.

Gordon (1963) resumiu seus argumentos em dois pontos básicos: aversão ao risco e aumento na incerteza de um recebimento com o passar do tempo no futuro. O autor propôs que a taxa única de desconto de um investidor é representada por uma constante ( $k$ ), e que essa taxa é tão maior (menor) quanto menores (maiores) forem os dividendos correntes, conforme a equação 5. A consequência desta proposição é de que a política de dividendos, por si, só afeta o valor das ações, e essa seria a origem da relevância dos dividendos.

$$P_0 = \int_0^{\infty} D_t e^{(-kt)} dt \quad (5)$$

Onde:

$P_0$  = valor da ação;

$D_t$  = dividendos pagos no período  $t$ ; e

$k$  = é um operador de  $D_t$  que os reduzem para seu valor presente para o investidor.



Ainda conforme Gordon (1963), o valor da ação é resultado da soma dos seus fluxos futuros esperados, sendo o dividendo parte integrante destes fluxos. Assim, um aumento nos dividendos deveria refletir no preço da ação, conforme equação 6:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D_t (1 + r_t)^{-t} \quad (6)$$

Onde:

$V_0$  = valor da firma na data 0 (zero);

$D_t$  = os dividendos pagos pela firma no final do período  $t$ ; e

$r_t$  = custo de capital dos investidores no período  $t$ .

Conforme o exposto, a definição da política de dividendos é um aspecto de relevância para as companhias. Este é um assunto importante das finanças corporativas, e representa um grande desembolso de caixa para muitas corporações. Conforme Black (1976), envolve a decisão das empresas por reter lucros ou distribuí-los como dividendos.

Diversos trabalhos pesquisaram os fatores determinantes do pagamento de dividendos, tanto em mercados desenvolvidos, como Lamont (1998), Faulkender, Thakor e Milbourn (2006), Denis e Osobov (2008) e Cordeiro (2009); quanto em mercados emergentes, como Anil e Kapoor (2008), Chay e Suh (2009), Aydin e Cavdar (2015) e Jabbouri (2016). Em comum, estas pesquisas estudaram como determinadas características das empresas influenciam no pagamento de proventos.

### 3 Coleta de Dados e Amostra

A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, que pagaram dividendos no período de 2007 a 2013. Os dados referentes às demonstrações contábeis destas companhias foram extraídos do banco de dados da Economática®.

Uma vez definidas as empresas constituintes da amostra, seguiu-se para a classificação destas entre: empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório ou empresas que pagam apenas este.

Para realizar tal distinção, foi necessário recorrer à legislação vigente no Brasil. O artigo 202 da LSA estabelece que os acionistas têm direito de receber, como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no seu estatuto ou, se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício, diminuído ou acrescido dos valores destinados à constituição da reserva legal, de contingências e de lucros a realizar. A legislação determina que o estatuto social das companhias possa determinar a parcela mínima do lucro distribuído via dividendos. Vista essa disposição legal foi necessário, para o cumprimento dos objetivos deste trabalho, a análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa.

Ao analisar os estatutos sociais das companhias pôde-se verificar qual a parcela do lucro que deve ser destinado ao pagamento obrigatório de dividendos de cada uma delas. Com o intuito de determinar se este estava sendo pago ou não, utilizou-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembleia-geral ordinária (AGO) deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, tornou-se necessária a leitura das atas das AGO,



que aprovam a destinação dos dividendos, para relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

Das atas de empresas pagadoras de dividendos foram incluídas, no presente estudo, apenas aquelas que cumpriram os seguintes critérios: estar disponível pela BM&FBovespa e ser de empresa listada em bolsa de valores. Ao todo foram selecionadas e analisadas 1531 atas de AGO no período estudado.

Após a leitura das atas foi feita a comparação entre quanto foi aprovado pela AGO e quanto deveria, segundo a legislação e os estatutos sociais, ser destinado aos acionistas como dividendo obrigatório. Ao realizar tal comparação foi possível determinar quais empresas estão pagando igual ou acima do obrigatório.

Dentre as atas verificadas foram constatados casos em que empresas pagaram dividendos, mesmo não havendo obrigatoriedade legal. Por exemplo, as companhias que, mesmo reportando prejuízo no resultado do exercício, utilizaram outras contas contábeis para este fim (lucros acumulados e reserva de lucro), optando por pagar proventos aos seus acionistas. Assim, conforme a lei, estas empresas não possuem obrigação de pagar dividendos aos seus acionistas e, conseqüentemente, qualquer distribuição de proventos efetuados por elas faz com que sejam classificadas, no presente trabalho, como empresas que pagam acima do mínimo obrigatório.

Ao analisar as atas das AGO da amostra, percebeu-se que muitas empresas optaram por remunerar seus acionistas via Juros sobre Capital Próprio (JSCP). Sobre este assunto, Iudícibus *et al.* (2010) apontam duas questões relevantes: os JSCP podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da LSA (ou seja, ao dividendo mínimo obrigatório), e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). As afirmações feitas por esses autores são corroboradas pela lei 9.249/95 e pela deliberação 683 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foi necessário distinguir, então, se o montante pago aos acionistas foi feito em forma de dividendos ou JSCP. Se pago via JSCP, se fez necessário o cálculo de seu valor líquido, já deduzidos os impostos. Muitas empresas já disponibilizam o valor líquido em suas atas, mas não a totalidade. No caso de não disponibilização, foi convencionada a alíquota de 15% - igual à alíquota pessoa física - de IRRF sobre o JSCP. Este cálculo é desnecessário quando o pagamento for realizado via dividendos, visto que seu valor já é livre de impostos.

## 4 Metodologia

Nesta seção serão abordados os aspectos metodológicos da pesquisa realizada, descrevendo brevemente as técnicas utilizadas para cumprir com os objetivos da pesquisa.

### 4.1 Regressão Logística

Com o intuito de verificar quais fatores diferenciam as empresas que pagam dividendos acima do obrigatório legal ou contratual, daquelas que não o fazem, utilizou-se a técnica estatística de regressão logística (também conhecida como análise logit) com dados em painel. Esta é uma técnica de análise multivariada, apropriada para situações nas quais a variável dependente é categórica, e assume um entre dois resultados possíveis (binária). O

propósito é estimar a relação entre uma variável dependente não métrica e um conjunto de variáveis independentes métricas (HAIR *et al.*, 2009).

Sendo assim, a variável dependente deste estudo será composta por dois grupos: o das empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório – classificadas como 1 (um) - e o das empresas que pagam apenas o obrigatório – classificadas como 0 (zero). Busca-se, assim, identificar quais variáveis diferenciam estes grupos. Formalizando em números:

$$y_i = \begin{cases} 1 & \text{se } P_i \\ 0, & \text{se } 1 - P_i \end{cases} \quad (7)$$

Cabe ressaltar, também, numericamente que,

$$P_i = P(y_i = 1 \mid x_i) \quad (8)$$

Onde  $x_i$  são as variáveis explicativas.

No presente trabalho, as variáveis independentes serão compostas pelos índices econômico-financeiros extraídos dos balanços patrimoniais das empresas analisadas nos respectivos anos de cada ponto amostral.

## 4.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes selecionadas para o estudo foram as mesmas utilizadas em Procianoy e Vancin (2014), e escolhidas com base nas evidências encontradas nos trabalhos de Lintner (1962), Alli, Khan e Ramirez (1993), Fama e French (2001), Heineberg e Procianoy (2003), Denis e Osobov (2008), Brown e Sum (2010).

O cálculo das variáveis independentes deste trabalho foi influenciado diretamente pelo artigo 132 da LSA. Este determina que nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social deverá haver uma assembleia geral com a finalidade de, entre outros, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Em outras palavras, a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data  $t$  será realizada em  $t+1$ . Exemplificando, a AGO de uma empresa realizada em 2011 será referente à distribuição de lucros de 2010. Dessa forma, os dados contábeis extraídos serão referentes à data  $t$ , ou seja, referentes ao exercício social que originou a distribuição de proventos, e não os da data em que foram deliberados. A seguir são apresentadas as formas de cálculo das variáveis utilizadas no estudo.

- ROE:

Variável que indica a lucratividade das companhias. O índice utilizado será o de retorno sobre o patrimônio líquido, dado pela equação 9. Esse indicador financeiro, denominado ROE (Return on Equity), representa quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao capital investido.

$$ROE_t = LL_t / P L_t \quad (9)$$

Onde:

$LL_t$  = lucro líquido no período  $t$ ; e

$P_{Lt}$  = patrimônio líquido no período  $t$ .

É esperada uma relação positiva entre lucratividade e a quantidade de dividendos distribuídos. Inclusive, Heineberg e Procianoy (2003) e Futema, Basso e Kayo (2009) a consideram uma das variáveis com maior poder explicativo para o estudo dos determinantes de dividendos no Brasil. Estes autores encontraram fortes evidências empíricas que empresas com maior lucratividade tendem a pagar maiores proventos a seus acionistas.

■ Endividamento (E):

Empresas com uma estrutura de capital composta por maior nível de alavancagem têm a obrigação de realizar pagamentos sobre as dívidas, reduzindo os recursos para distribuição de proventos. Assim, é esperada uma relação negativa entre essa variável independente com o pagamento de dividendos. O índice utilizado foi o endividamento total, dado pela equação 10.

$$E_t = (P_{C_t} + ELP_t) / AT_t \quad (10)$$

Onde:

$P_{C_t}$  = passivo circulante do período  $t$ ;

$ELP_t$  = exigível a longo prazo do período  $t$ ; e

$AT_t$  = ativo total do período  $t$ .

Empiricamente, a pesquisa de Silva e Brito (2005) demonstra a relação negativa entre dividendos e alavancagem, confirmando que estes são substitutos na alocação dos recursos internos da firma.

■ Investimento (I):

Denis e Osobov (2008) mensuram as oportunidades de investimento pela razão entre a variação do ativo total (entre  $t$  e  $t-1$ ) e o próprio ativo total no ano anterior ( $AT_{t-1}$ ), como demonstra a equação 11.

$$I_t = \Delta AT_t / AT_{t-1} = (AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1} \quad (11)$$

Para a realização de novos investimentos, empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos.

Esta visão contraria Fama (1974), o qual confirma a previsão de Miller e Modigliani que, em um mercado de capitais perfeito, decisões de investimento de uma companhia não dependem das suas decisões de dividendos. Porém, há evidências na literatura sobre a imperfeição dos mercados, especialmente aqueles em desenvolvimento, como o Brasil. Dessa forma, pode-se esperar que as imperfeições do mercado brasileiro influenciem na existência de uma relação significativa entre investimento e dividendos.

■ Tamanho da empresa (T)

Dado pelo logaritmo neperiano (ln) do ativo total, conforme equação 12. A transformação logarítmica da variável é utilizada para corrigir os efeitos de escala, tornando a variável homogênea.

$$T_t = \ln(AT_t) \quad (12)$$

É esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o montante distribuído em dividendos. Fama e French (2001) reportam que empresas pagadoras de dividendos têm a tendência de serem maiores do que as empresas não pagadoras. De acordo com Redding (1997), a política de dividendos de uma companhia é determinada pelas preferências dos seus acionistas. Grandes investidores optariam por investir em grandes corporações, pois reduz os seus custos de transação. Uma vez que estas instituições preferem dividendos, as grandes corporações optam por pagar dividendos, enquanto as pequenas empresas, de propriedade de investidores individuais, não.

■ Liquidez (Liq)

Calculada através do índice de liquidez corrente, é encontrada pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, conforme equação 13.

$$Liq_t = AC_t / P C_t \quad (13)$$

Onde:

$AC_t$  = ativo circulante no período t; e,

$P C_t$  = passivo circulante no período t.

Espera-se que esse índice possua relação positiva com a distribuição de dividendos, visto que empresas com maior liquidez possuiriam disponibilidade maior para distribuir dinheiro para acionistas. Redding (1997) demonstrou empiricamente este fato para o mercado norte-americano.

■ Instabilidade das Receitas (INST\_REC)

Empresas com irregularidade nos ganhos (maior risco) provavelmente terão menos comprometimento com o pagamento de dividendos, devido ao risco maior das receitas esperadas não venha a ocorrer (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003). O índice é calculado pelo desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos 4 anos de receitas operacionais das empresas da amostra. Uma relação negativa é esperada.

$$INST\_REC_t = \sigma[\ln(RE C)] \quad (14)$$

Onde:

$RE C_t$  = receita operacional no período t.

- Concentração (CONC)

A variável CONC foi criada com base no trabalho de Alli, Khan e Ramirez (1993), e seu cálculo está relatado na equação 15. Os autores acreditam que maiores níveis da variável CONC faz com que sejam atenuados os problemas de agência nas companhias.

$$CONC_t = \% \text{ ações ordinárias do acionista majoritário} \quad (15)$$

Dividendos podem ser usados para reduzir o problema de agência entre a administração e os acionistas (NETO, 2010). Assim, tanto os dividendos quanto a variável concentração seriam úteis para atenuar o problema de agência nas companhias. Consequentemente, espera-se uma relação positiva entre pagamento de dividendos e a variável concentração.

Conforme Hahn *et al.* (2010), a concentração acionária pode influenciar na gestão organizacional, por meio do pagamento de dividendos, sinalizar lucratividade ou, ainda, ser uma estratégia dos controladores no sentido de mitigar o conflito de agência. Ainda, empiricamente, Hahn *et al.* (2010) demonstraram que, no caso das empresas brasileiras que pagaram dividendos acima de 25%, existe relação entre a concentração acionária e o *Payout*, e essa relação é positiva, ou seja, quanto maior a concentração acionária, maior o nível do *Payout*. Resultados similares foram obtidos por Dalmácio e Corrar (2007).

- Estabilidade da política de dividendos (EPD)

Desde o estudo de Lintner (1962), muitos estudos demonstraram a tendência, principalmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. Gestores tendem a manter constantes as taxas de remuneração dos acionistas. A hipótese do conteúdo informativo de dividendos afirma que os administradores usam os anúncios de dividendos para sinalizar suas crenças sobre as perspectivas futuras da empresa. Assim, um anúncio de aumento na taxa de dividendos reflete a crença de melhora nos resultados da empresa.

Da mesma forma, um anúncio de redução de dividendos ocorre apenas quando a administração é extremamente pessimista sobre os resultados futuros. A implicação teórica da hipótese de conteúdo informativo no anúncio de um dividendo (ou mudança de dividendos) é a de que esta informação pode causar uma reação imediata dos investidores, incluindo, mas não se limitando a, alterações de preços. Dessa forma, gestores teriam incentivos a manter constantes os pagamentos de dividendos.

Como proxy indicativa da estabilidade dos dividendos, será utilizado o *Payout* de dividendos do ano anterior como valor de referência no pagamento de proventos para o ano corrente. Dessa forma, é esperada uma relação positiva entre esta variável e a variável dependente.

$$EPD_t = \text{div}_t - 1 / \text{LLA}_t - 1 \quad (16)$$

Onde:

$div_{t-1}$  = dividendo que foi efetivamente distribuído pelas companhias no exercício anterior; e

$LLA_{t-1}$  = lucro líquido ajustado do exercício anterior.

▪ Dummy governança corporativa (GC)

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa tem como propósito auxiliar na resolução do conflito de agência, decorrente da separação entre propriedade e gestão empresarial. Esta procura criar um conjunto de mecanismos, com a finalidade de assegurar que as atitudes dos executivos estejam alinhadas com o interesse dos acionistas.

Os resultados da pesquisa de La Porta *et al.* (2000) indicam que países com melhor proteção ao investidor distribuem, também, maiores níveis de dividendo. Seus resultados suportam a versão da teoria de agência, onde investidores em países com melhor proteção legal utilizam seus poderes legais para extrair dividendos das companhias. Nesse sentido, boas práticas de governança corporativa auxiliam a proteger os interesses dos acionistas, oferecendo-lhes maiores direitos e garantias. A BM&FBovespa criou segmentos especiais de listagem de empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. Dessa forma, foram criadas quatro dummies, uma para cada segmento: novo mercado, nível 2, nível 1 e tradicional.

As observações atípicas (*outliers*) também devem receber atenção ao realizar uma regressão múltipla. São dados amostrais com valores extremos, tanto pequenos quanto grandes, que são bem diferentes do restante das observações (DOWNING; CLARK; FARIAS, 1999; GOOD; HARDIN, 2012). Estes dados extremos podem influenciar significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Para que não houvesse esta influência, foi realizada a winsorização das variáveis. Este método de tratamento de outliers consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição (LUSK; HALPERIN; HEILING, 2011). Neste estudo foram fixados como limite superior e inferior 97,5% e 2,5% respectivamente.

## 5 Resultados

Com o intuito de verificar se o dividendo mínimo estava sendo pago ou não pelas empresas listadas na BM&FBovespa, utilizou-se do artigo 192 da LSA, e realizou-se a leitura das atas das AGO que aprovam a destinação dos dividendos, com a finalidade de relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos. No total foram analisadas 1531 atas de AGO de empresas brasileiras de capital aberto, do período de 2007 a 2013. Tomando-se cada ata da amostra, foi calculado qual seria o dividendo mínimo obrigatório



devido pela empresa naquele ano, segundo seu estatuto social e a legislação vigente, e comparado com o dividendo efetivamente deliberado pela assembleia.

Foi verificado que, em 562 oportunidades (36,7%), as assembleias gerais ordinárias deliberaram por pagar exatamente o dividendo mínimo estabelecido no estatuto social. Em uma análise anual pôde-se perceber, também, que essa percentagem não se altera muito, variando entre 31,8% e 44,3% do total de atas nos respectivos anos.

Na maioria das vezes (63,3%), as companhias optaram por pagar dividendos acima do mínimo obrigatório. Este fato também se mostrou constante ao longo do período estudado. Assim, pode-se afirmar que há uma tendência na maioria das empresas de capital aberto, em pagar dividendos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais, mesmo não existindo obrigação legal e estatutária. Para o período estudado, isto contradiz a hipótese de Procianoy (2006), de que as empresas decidiriam pagar a menor quantia possível de dividendos em função da pouca existência de fundos de longo prazo para o financiamento destas empresas.

**Tabela 1 - Dados sobre o pagamento de dividendos ano a ano da amostra**

| ANO          | PAGAMENTOS<br>DIVIDENDOS | Payout Médio<br>TOTAL | ACIMA      | %<br>ACIMA   | Payout Médio<br>ACIMA | MÍNIMO     | %<br>MÍNIMO  | Payout Médio<br>MÍNIMO |
|--------------|--------------------------|-----------------------|------------|--------------|-----------------------|------------|--------------|------------------------|
| 2007         | 200                      | 0,484 (0,28)          | 120        | 60%          | 0,628 (0,28)          | 80         | 40,0%        | 0,267 (0,05)           |
| 2008         | 191                      | 0,511 (0,28)          | 123        | 64,4%        | 0,643 (0,27)          | 68         | 35,6%        | 0,272 (0,06)           |
| 2009         | 233                      | 0,503 (0,28)          | 159        | 68,2%        | 0,613 (0,27)          | 74         | 31,8%        | 0,266 (0,05)           |
| 2010         | 251                      | 0,481 (0,27)          | 160        | 63,7%        | 0,605 (0,27)          | 91         | 36,3%        | 0,266 (0,051)          |
| 2011         | 238                      | 0,493 (0,28)          | 153        | 64,3%        | 0,621 (0,28)          | 85         | 35,7%        | 0,262 (0,05)           |
| 2012         | 212                      | 0,443 (0,25)          | 118        | 55,7%        | 0,591 (0,26)          | 94         | 44,3%        | 0,258 (0,03)           |
| 2013         | 206                      | 0,487 (0,27)          | 136        | 66%          | 0,605 (0,27)          | 70         | 34%          | 0,256 (0,02)           |
| <b>TOTAL</b> | <b>1531</b>              | <b>0,486 (0,27)</b>   | <b>969</b> | <b>63,3%</b> | <b>0,615 (0,27)</b>   | <b>562</b> | <b>36,7%</b> | <b>0,264 (0,046)</b>   |

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: A coluna PAGAMENTOS DIVIDENDOS representa o número de empresas que compõe nossa amostra, e que pagaram dividendos durante o período selecionado neste estudo. Payout Médio TOTAL apresenta os resultados do Payout médio de todas as empresas que pagaram dividendos, e entre parêntesis o desvio-padrão da amostra. ACIMA é o número de empresas que pagaram dividendos acima do obrigatório estabelecido em lei e em contrato. % ACIMA indica o percentual deste grupo de eventos no total amostral no ano referido. Payout Médio ACIMA apresenta os resultados do Payout médio das empresas que pagaram valores acima do dividendo obrigatório, e entre parêntesis o desvio-padrão desta amostra. MÍNIMO é o número de empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório legal e contratual. % MÍNIMO indica o percentual deste grupo de eventos no total amostral no ano referido. Payout Médio Mínimo apresenta os resultados do Payout médio das empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório, e entre parêntesis, o desvio-padrão desta amostra.

Em uma análise preliminar, para diferenciação dos grupos, a tabela 2 apresenta os dados das estatísticas descritivas das variáveis independentes. Foram verificadas diferenças estatisticamente significativas (através do teste t de diferença de médias) entre as médias de variáveis entre os grupos MÍNIMO e ACIMA. Empresas que pagam dividendos acima do obrigatório mínimo são caracterizadas por apresentarem maiores valores nas variáveis ROE, tamanho, concentração e estabilidade de política de dividendos.



Curiosamente, nestas mesmas variáveis, o grupo ACIMA também apresenta maiores desvios padrões para estas mesmas variáveis. Dessa forma, o grupo ACIMA pode ser caracterizado por maiores valores nestas variáveis, mas também com maior volatilidade nas mesmas.

Do mesmo modo, o grupo de empresas que pagam apenas o obrigatório legal e contratual apresentam maiores valores, com diferença estatisticamente significativa, nas variáveis investimento e instabilidade de receitas. Da mesma forma, o grupo MÍNIMO também apresenta menores desvios padrões para estas mesmas variáveis. Assim, o grupo ACIMA pode ser caracterizado por menores valores nestas variáveis, mas com menor volatilidade nas mesmas. As variáveis endividamento e liquidez não apresentaram diferenças estatísticas significantes entre os dois grupos. O grupo MÍNIMO é coerente com os achados em outros estudos, pois, com maior investimento, estas empresas retêm o máximo possível do lucro para financiar seus investimentos futuros, na medida em que as fontes de recursos de longo prazo são mais escassas. Ao mesmo tempo vemos que a noção de risco do negócio está presente na variável instabilidade das receitas, agindo como um desincentivo para o pagamento maior de dividendos.

As exceções são as variáveis endividamento e liquidez. São exceções por serem estatisticamente iguais, de acordo com teste t de médias, entre os três grupos do estudo. Dessa forma, não se pode inferir que haja distinções para caracterização da amostra nestas variáveis, entre as empresas que pagam apenas o mínimo legal e contratual, daquelas que pagam acima deste.

**Tabela 2 - Dados das estatísticas descritivas das variáveis independentes**

| Variáveis Independentes | AMOSTRA COMPLETA |          | GRUPO ACIMA |          | GRUPO MÍNIMO |          | teste t  | teste t* | teste t** |
|-------------------------|------------------|----------|-------------|----------|--------------|----------|----------|----------|-----------|
|                         | Média            | $\sigma$ | Média       | $\sigma$ | Média        | $\Sigma$ |          |          |           |
| ROE                     | 0,172            | 0,151    | 0,188       | 0,164    | 0,144        | 0,119    | 5,50***  | -2,49**  | 3,90***   |
| E                       | 40,301           | 30,350   | 41,2        | 30,7     | 38,756       | 29,661   | 1,52     | -0,72    | 1,04      |
| Liq                     | 1,628            | 1,46     | 1,608       | 1,482    | 1,662        | 1,422    | -0,67    | 0,32     | -0,47     |
| T                       | 14,804           | 1,791    | 14,961      | 1,886    | 14,533       | 1,579    | 4,53***  | -2,10**  | 3,17***   |
| I                       | 0,196            | 0,327    | 0,168       | 0,311    | 0,246        | 0,347    | -4,39*** | 2,17**   | -3,00***  |
| CONC                    | 54,584           | 27,974   | 56,296      | 28,866   | 51,632       | 26,129   | 3,16***  | -1,47    | 2,18**    |
| INST_REC                | 0,289            | 0,296    | 0,245       | 0,254    | 0,364        | 0,344    | -8,07*** | 3,81***  | -4,95***  |
| EPD                     | 0,432            | 0,306    | 0,519       | 0,318    | 0,281        | 0,214    | 15,85*** | -6,83*** | 10,72***  |
| n<br>(observações)      | 1531             |          | 969         |          | 562          |          |          |          |           |

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: AMOSTRA COMPLETA apresenta os dados de todas as empresas selecionadas para o estudo. GRUPO MÍNIMO é composto por empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório legal e contratual. GRUPO ACIMA é formado por empresas que distribuem valores adicionais ao dividendo obrigatório. A coluna Média apresenta os dados da média amostral e a coluna  $\sigma$  o seu desvio padrão. O “teste t” foi realizado para diferenças entre as médias dos dois grupos, ACIMA e MÍNIMO. O teste t\* foi realizado para diferenças entre as médias dos dois grupos, Amostra Completa e ACIMA. O teste t\*\* foi realizado para diferenças entre as médias dos dois grupos, Amostra Completa e MÍNIMO. Coluna Variáveis independentes apresenta as variáveis incluídas nesta pesquisa, que são: ROE (Return on Equity), E (Endividamento), Liq (Liquidez), T (Tamanho), I (Investimento), C O N C (Concentração), I N S T \_R E C (Instabilidade das Receitas) e E P D (Estabilidade da

Política de Dividendos). Nota: \*, \*\*, \*\*\* representa coeficientes estatisticamente significantes a .10, .05 e 0.1, respectivamente.

Através de inspeção visual da tabela 2 pode-se perceber que a média das diversas variáveis independentes da amostra completa assemelha-se muito mais às estatísticas do grupo de empresas que pagam acima do dividendo mínimo obrigatório legal e contratual. Este fato pode ser explicado pela representação maior que este grupo tem na amostra total.

Estes resultados da análise descritiva dos dados demonstram preliminarmente que existem diferenças significativas entre empresas que pagam apenas o dividendo mínimo, daquelas que pagam acima. Para estimar quais são as características específicas das empresas que diferenciam os dois grupos, utilizou-se um modelo *logit*, onde a variável dependente assume caráter binário, com valor de 0 (zero) ou 1 (um). Neste estudo foi atribuído o valor 0 para indicar as empresas que pagaram apenas o obrigatório, e o valor 1 para aquelas que pagaram acima deste. Ao todo, foram selecionados 1531 eventos de distribuição de dividendos.

Dentre as variáveis independentes analisadas, 6 (seis) apresentaram significância estatística para o modelo de regressão logístico proposto, sendo elas: o ROE, a liquidez (Liq), o tamanho da empresa (T), o investimento (I), a instabilidade das receitas (INST\_REC) e a estabilidade da política de dividendos (EPD). Os dados da regressão estão resumidos na tabela 3.

As variáveis restantes não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Em outras palavras, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que seus coeficientes são iguais a zero. São elas: endividamento (E), concentração (CONC), e as *dummies* de governança corporativa.

Conforme o esperado, empresas com maior ROE tendem a pagar dividendos acima do obrigatório, fato corroborado pelo coeficiente positivo e pelo valor de  $p < 0,05$ . Similarmente à variável lucro, quanto maior o tamanho da empresa (T), maior a chance de que os dividendos distribuídos apresentem valor acima do mínimo legal, e a significância estatística também é de 5%. Ao analisar as empresas através da variável instabilidade das receitas (risco), de acordo com o resultado negativo do coeficiente, pode-se inferir que, quanto maior esta instabilidade, maior a probabilidade da companhia pagar apenas o dividendo obrigatório, sendo  $p < 0,01$ . A estabilidade da política de dividendos (EPD) demonstrou que as empresas estudadas tendem a manter constante seu pagamento de dividendos. Empresas que no ano anterior pagaram apenas o obrigatório, provavelmente adotarão esta conduta novamente no ano corrente.

Assim, companhias com maiores níveis de ROE, liquidez e tamanho, menores níveis de investimentos e instabilidade de receitas, e maior estabilidade de política de dividendos tendem a distribuir, aos seus acionistas, quantias maiores de dividendos que os estabelecidos pela lei e por seus estatutos sociais. Estes resultados corroboram com a teoria residual de dividendos, a qual defende que os dividendos distribuídos pela firma seriam o montante que tenha sobrado após todas as oportunidades de investimentos aceitáveis terem sido aproveitadas. Ou seja, os dividendos são distribuídos somente com a existência de excesso de lucros retidos.

Para avaliar a capacidade de previsão do modelo, calculou-se a capacidade preditiva do modelo proposto. Conforme demonstra a tabela 3, o modelo estima corretamente 70,7% dos casos, com um  $R^2$  ajustado de 0,15.

**Tabela 3 - Resultados da regressão logística**

| VARIÁVEIS                    | Coefficiente | Erro Padrão | z       | p-valor     |
|------------------------------|--------------|-------------|---------|-------------|
| Constante                    | -21,6118     | 14786,3     | -0,0015 | 0,99883     |
| ROE                          | 1,62597      | 0,481218    | 3,3789  | 0,00073***  |
| E                            | 0,002024     | 0,002247    | 0,9007  | 0,36773     |
| Liq                          | 0,13414      | 0,0531385   | 2,5243  | 0,01159**   |
| T                            | 0,0938518    | 0,03889     | 2,4133  | 0,01581**   |
| I                            | -0,526214    | 0,195123    | -2,6968 | 0,00700***  |
| CONC                         | 0,004697     | 0,0031195   | 1,5057  | 0,13213     |
| INST_REC                     | -1,12925     | 0,215757    | -5,2339 | <0,00001*** |
| EPD                          | 2,9006       | 0,244666    | 11,8554 | <0,00001*** |
| Trad                         | 19,0646      | 14786,3     | 0,0013  | 0,99897     |
| NM                           | 19,4079      | 14786,3     | 0,0013  | 0,99895     |
| N1                           | 19,6858      | 14786,3     | 0,0013  | 0,99894     |
| N2                           | 20,2904      | 14786,3     | 0,0014  | 0,99891     |
| Observações (n)              |              | 1531        |         |             |
| Log Verossimilhança          |              | -839,0056   |         |             |
| Média Variável Dependente    |              | 0,63292     |         |             |
| R-quadrado ajustado          |              | 0,153458    |         |             |
| Casos corretamente previstos |              | 1083(70,7%) |         |             |

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: Coluna Variáveis independentes” apresenta as variáveis incluídas neste modelo de regressão múltipla, que são: ROE (*Return on Equity*), E (Endividamento), Liq (Liquidez), T (Tamanho), I (Investimento), CONC (Concentração), INST\_REC (Instabilidade das Receitas), EPD (Estabilidade da Política de Dividendos), e as dummies de governança Corporativa: NM (Novo Mercado), TRAD (tradicional), N2 (nível 2) e N1 (nível 1). Nota: \*, \*\*, \*\*\* representa coeficientes estatisticamente significantes a .10, .05 e 0.1, respectivamente.

## 6 Teste de Robustez

Nesta seção é descrita uma forma alternativa de demonstrar o fato que índices contábeis podem diferenciar empresas que pagam apenas o dividendo mínimo obrigatório, daquelas que pagam acima (as verdadeiras pagadoras de dividendos no Brasil). Então, para verificar a robustez dos resultados da seção anterior, optou-se pela criação de um modelo econométrico, cuja variável dependente fosse um índice e não apenas uma variável binária. Criou-se, assim, um modelo de regressão múltipla cuja variável dependente é o *Dividendo sobre Patrimônio Líquido*. Este indicador é a razão entre os dividendos totais pagos e o patrimônio líquido da companhia em um dado período de tempo, doravante DPL. A equação 17 explicita o cálculo desta variável.

$$DP L_t = \text{div}_t / P L_t \quad (17)$$

Onde:

$div_t$  = dividendo distribuído no período  $t$ ; e  
 $P L_t$  = patrimônio líquido no período  $t$ .

Os valores expressos são indicadores da proporção entre o quanto a firma destina ao pagamento de dividendos aos acionistas sobre seu Patrimônio Líquido, denotados em porcentagem. Ou seja, é um indicador da remuneração aos acionistas pelo capital investido, traduzindo a ideia de rentabilidade.

Definida a variável dependente da regressão, é possível, então, apresentar a função matemática da regressão múltipla que buscará descrever o comportamento dessa variável. Cabe ressaltar que as variáveis independentes são as mesmas citadas na seção anterior, conforme demonstra a equação 18.

$$DP L_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{(i,t)} + \beta_2 E_{(i,t)} + \beta_3 I_{(i,t)} + \beta_4 T_{(i,t)} + \beta_5 Liq_{(i,t)} + \beta_6 INST\_REC_{(i,t)} + \beta_7 CONC_{(i,t)} + \beta_8 EPD_{(i,t-1)} + \beta_9 GC_{(i,t-1)} + \varepsilon \quad (18)$$

Onde:

$\beta_0$  = intercepto do modelo;

$\beta_{1-9}$  = coeficientes das variáveis independentes;

ROE = retorno sobre o patrimônio líquido;

E = endividamento;

I = investimento;

T = tamanho;

Liq = liquidez;

Inst\_Rec = instabilidade das receitas;

CONC = concentração;

EPD = estabilidade da política de dividendos;

GC = governança corporativa; e

$\varepsilon$  = termo erro.

Os resultados do modelo estão sumarizados na tabela 4. Pode-se observar a existência de diferenças nítidas entre o grupo ACIMA e o grupo MÍNIMO, tanto em termos de sinal de coeficiente quanto de significância estatística.

Algumas variáveis possuem sinais invertidos entre os dois grupos testados. Para o grupo ACIMA, as variáveis endividamento (E) e tamanho (T) possuem coeficientes negativos, e as variáveis instabilidade de receitas (INST\_REC) e concentração (CONC) resultaram em sinais positivos. Para o grupo MÍNIMO, o endividamento (E) e tamanho (T) possuem coeficientes positivos e instabilidade de receitas (INST\_REC) e concentração (CONC) apresentam sinais negativos.

No grupo ACIMA, as variáveis estatisticamente significantes são: ROE, instabilidade de receitas (INST\_REC), concentração (CONC), estabilidade da política de dividendos (EPD) - positivos; e tamanho (T) - negativo. Já para grupo MÍNIMO, as variáveis estatisticamente significantes são: ROE, estabilidade da política de dividendos (EPD) - positivos; e instabilidade das receitas (INST\_REC) e concentração (CONC) - negativos. Nenhuma das *dummies* de governança corporativa em nenhum modelo obteve algum grau de significância estatística.

Outro aspecto interessante para diferenciar os dois grupos é a grandeza de alguns coeficientes. Neste quesito, duas variáveis chamam mais a atenção por possuírem o mesmo sinal e significância estatística nos dois grupos; porém, com grandezas diferentes. As variáveis ROE e EPD possuem coeficientes 0.974 e 0.062, respectivamente, para o grupo ACIMA; e 0.232 e 0.014 para o grupo MÍNIMO.

Estes resultados corroboram com a ideia de que empresas que pagam apenas o dividendo mínimo são diferentes daquelas que pagam acima deste, e essas diferenças podem ser representadas por índices contábeis. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei e pelos estatutos sociais a fazerem algum pagamento de dividendos. Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. As características das empresas deste grupo que influenciam na tomada de decisão pelo pagamento de proventos são diferentes das demais. Assim, para entender a política de dividendos no Brasil, devem ser considerados os aspectos legais sobre o assunto e as características das empresas, estas representadas na presente pesquisa através dos índices contábeis.

**Tabela 4 - Resultados de uma regressão múltipla, onde a variável dependente é a razão entre os dividendos totais pagos e o patrimônio líquido da companhia em um dado período de tempo (DPL)**

| Variáveis Independentes        | Grupo Acima | Grupo Mínimo |
|--------------------------------|-------------|--------------|
| Constante                      | -0,011      | -0,003       |
| ROE                            | 0,974***    | 0,232***     |
| E                              | -0,0002     | 0,000        |
| I                              | -0,01       | -0,002       |
| T                              | -0,006***   | 0,0003       |
| Liq                            | -0,002      | -0,001       |
| INST_REC                       | 0,029***    | -0,004***    |
| CONC                           | 0,0003***   | -0,00003*    |
| EDP                            | 0,062***    | 0,014***     |
| NM                             | 0,007       | 0,002        |
| Trad                           | -0,001      | -0,001       |
| N2                             | 0,001       | 0,003        |
| N1                             | -0,004      | 0,005        |
| <b>Estatística Descritivas</b> |             |              |
| R-Quadrado                     | 0.884       | 0.886        |
| Observações (n)                | 969         | 562          |

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda:

Coluna VARIÁVEIS INDEPENDENTES apresenta as variáveis incluídas neste modelo de regressão múltipla, que são: ROE (*Return on Equity*), E (Endividamento), I (Investimento), T (Tamanho), Liq (Liquidez), INST\_REC (Instabilidade das Receitas), CONC (Concentração), EDP (Estabilidade da Política de Dividendos) e as dummies de governança Corporativa: NM (Novo Mercado), TRAD (tradicional), N2 (nível 2) e N1 (nível 1). A coluna Grupo MÍNIMO representa os coeficientes do subgrupo de empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório legal e contratual. A coluna Grupo ACIMA apresenta os coeficientes do subgrupo de companhias que pagaram dividendos acima do obrigatório. Nota: \*, \*\*, \*\*\*

representa coeficientes estatisticamente significantes a .10, .05 e 0.1, respectivamente.

## 7 Considerações Finais

No Brasil observa-se, no mercado de capitais, que muitas companhias optam por distribuir valores acima do valor obrigatório por iniciativa própria, contrariando as expectativas iniciais. Neste sentido, o desejo de pagar proventos só é encontrado nestas empresas que pagam acima do mínimo exigido. Dessa forma, a influência do dividendo obrigatório mínimo é importante para a compreensão do tema no Brasil, e sua não consideração pode induzir a fatores determinantes equivocados. Descobrir os fatores que diferenciam as empresas que pagam apenas o mínimo, daquelas que pagam acima possui grande relevância para a compreensão do tema política de dividendos no Brasil.

Com base no exposto, a contabilidade (mais precisamente os índices contábeis) pode auxiliar na diferenciação dos grupos. No modelo proposto, com uma acurácia de 70,7%, alguns índices contábeis são estatisticamente significantes: ROE, liquidez, tamanho, investimento, instabilidade da receita e estabilidade da política de dividendos. Companhias com maiores níveis de ROE, liquidez e tamanho, menores níveis de investimentos e instabilidade de receitas, e maior estabilidade de política de dividendos tendem a distribuir, aos seus acionistas, quantias maiores de dividendos que os estabelecidos pela lei e por seus estatutos sociais. Estes resultados corroboram com a teoria residual de dividendos, a qual defende que os dividendos distribuídos pela firma seriam o montante que tenha sobrado após todas as oportunidades de investimentos aceitáveis terem sido aproveitadas. Ou seja, os dividendos são distribuídos somente com a existência de excesso de lucros retidos.

Neste contexto, os resultados apresentados demonstram que a contabilidade fornece importantes contribuições à tomada de decisão no mercado financeiro, especialmente no que tange a distribuição de proventos. Adicionalmente, os resultados auxiliam na diferenciação entre os dois grupos estudados, reforçando a hipótese de que existem diferenças entre os grupos, e que a real decisão do pagamento de dividendos só existe nas empresas que pagam acima do mínimo obrigatório.

## Referências

- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial research**, Wiley Online Library, v. 26, n. 3, p. 371–387, 2003.
- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Payout policy. **Handbook of the Economics of Finance**, Elsevier, v. 1, p. 337–429, 2003.
- ALLI, K. L.; KHAN, A. Q.; RAMIREZ, G. G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **Financial Review**, Wiley Online Library, v. 28, n. 4, p. 523–547, 1993.
- ANIL, K.; KAPOOR, S. Determinants of dividend payout ratios: a study of indian information technology sector. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 15, n. 1, p. 63–71, 2008.



AYDIN, A. D.; CAVDAR, S. C. Corporate governance and dividend policy: An empirical analysis from borsa Istanbul corporate governance index (xkury). **Accounting and Finance Research**, v. 4, n. 3, p. P66, 2015.

BLACK, F. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, Institutional Investor Journals, v. 2, n. 2, p. 5–8, 1976.

BROWN, K.; SUM, V. Determinants of dividend payments. **International Journal of Applied Accounting and Finance**, v. 1, n. 1, p. 40–46, 2010.

CHAY, J.-B.; SUH, J. Payout policy and cash-flow uncertainty. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 93, n. 1, p. 88–107, 2009.

CORDEIRO, L. **Managerial overconfidence and dividend policy**. Available at SSRN 1343805, 2009.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 1, n. 1, p. 16–29, 2007.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. [S.l.]: Bookman, 2007.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? international evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 89, n. 1, p. 62–82, 2008.

DOWNING, D.; CLARK, J.; FARIAS, A. A. de. **Estatística aplicada**. [S.l.]: Saraiva, 1999.

FAMA, E. F. The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. **The American Economic Review**, JSTOR, p. 304–318, 1974.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial economics**, Elsevier, v. 60, n. 1, p. 3–43, 2001.

FAULKENDER, M. W.; THAKOR, A. V.; MILBOURN, T. T. Does corporate performance determine capital structure and dividend policy? **Available at SSRN 686865**, 2006.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, SciELO Brasil, v. 20, n. 49, p. 44–62, 2009.

GOOD, P. I.; HARDIN, J. W. **Common errors in statistics** (and how to avoid them). [S.l.]: John Wiley & Sons, 2012.



GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 18, n. 2, p. 264–272, 1963.

GUIMARÃES, A.; MOREIRA, T. B. S. Previsão de insolvência: Um modelo baseado em índices contábeis. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 151–178, 2008.

HAHN, A. V. *et al.* Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15–48, 2010.

HAIR, J. F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. [S.l.]: Bookman, 2009.

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

IUDÍCIBUS, S. D. *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JABBOURI, I. Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from men a stock markets. **Research in International Business and Finance**, Elsevier, 2016.

LAMONT, O. Earnings and expected returns. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 53, n. 5, p. 1563–1587, 1998.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, JSTOR, p. 243–269, 1962.

LUSK, E. J.; HALPERIN, M.; HEILING, F. A note of power differentials in data preparation between trimming and winsorizing. **Business Management Dynamics**, v. 1, n. 2, p. 23–31, 2011.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**. 7. ed. [S.l.]: São Paulo: Atlas, 2010.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, JSTOR, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961.

NETO, A. A. **Finanças corporativas e valor**. [S.l.]: Atlas, 2010. OCB. **Manual de orientação contábil das sociedades cooperativas agropecuárias**. [S.l.]: Organização das Cooperativas Brasileiras, 2000.

PORTA, R. L. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000.

PROCIANOY, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. **Gestão de investimentos e fundos**. Rio de Janeiro: **Financial**, p. 39–164, 2006.

PROCIANOY, J. L.; VANCIN, D. Dividends: Publicly listed Brazilian companies' propensity to pay or not to pay. **Available at SSRN 2447972**, 2014.

REDDING, L. S. Firm size and dividend payouts. **Journal of Financial Intermediation**, Elsevier, v. 6, n. 3, p. 224–248, 1997.

SILVA, J. C. G. D.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos** (São Paulo), SciELO Brasil, v. 35, n. 1, p. 37–79, 2005.

VANCIN, D.; PROCIANOY, J. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89–123, 2016.

