



12º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
12º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
5º UFSC *International Accounting Congress*

Certificamos que o trabalho intitulado **Fatores Determinantes Da Política De Dividendos Das Instituições Não Financeiras Brasileiras Listadas Na B3** de autoria de **Gustavo Henrique Ramos Matos, Leonardo Flach**, foi apresentado por **Gustavo Henrique Ramos Matos** no **12o. Congresso UFSC de Controladoria e Finanças & 5o. UFSC International Accounting Congress & 12o. Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade**, realizado na cidade de Florianópolis - SC, Brasil, de 19/09/2022 a 20/09/2022, contabilizando carga horária de 2hs.

Prof. Edilson Paulo
Coordenador Geral



Consulte os anais do
Congresso pelo QR Code



Fatores Determinantes da Política de Dividendos das Instituições Não Financeiras Brasileiras listadas na B3

Gustavo Henrique Ramos Matos
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
e-mail: gustavohrmatos@gmail.com

Leonardo Flach
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
e-mail: leonardo.flach@gmail.com

Resumo

Os fatores que influenciam a distribuição de dividendos de uma empresa são uma dúvida para os investidores, e entender quais fatores impactam nesta distribuição auxilia na tomada de decisão sobre a carteira de ações. O presente estudo tem por objetivo os determinantes da política de dividendos em empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira distribuem para seus acionistas, por meio de uma amostra de 80 empresas entre 2017 e 2021. O método utilizado é a regressão de dados em painel, pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados [pooled ordinary least squares (POLS)], com erros-padrão robustos clusterizados. O estudo demonstra a existência de indicadores significativos influenciando positivamente a quantidade de dividendos distribuídos por ação nas empresas não-financeiras do mercado de ações brasileiro, tais como Retorno sobre ativos (ROA) e Endividamento. Já o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e os investimentos influenciam negativamente. O estudo contribui com os diversos estudos teóricos e empíricos sobre esta problemática, auxiliando a compreensão da política de dividendos e do valor de dividendos distribuído para os acionistas pelas empresas não financeiras da Bolsa de Valores Brasileira.

Palavras-chave: B3; Política de Dividendos; Regressão com dados em painel.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais.





1 INTRODUÇÃO

Alves, Guedes e Souza (2018) relatam que em um cenário globalizado e de crises se têm exigido das companhias uma gestão mais segura, que possa proporcionar melhor desempenho da empresa, a fim de incrementar o valor dela. Com isso, a tomada de decisões financeiras requer amplo conhecimento de gestão, finanças e da organização como um todo, para que se possa assim diminuir o risco e garantir o retorno e a continuidade organizacional.

Neste sentido, gestores financeiros, investidores e para os órgãos reguladores de mercado constantemente buscam entender quais fatores influenciam as empresas em suas decisões de distribuição de dividendos. Forti, Peixoto e Alves (2015) comentam que a política de dividendos varia amplamente entre empresas e setores da economia e seu efeito sobre o valor das empresas permanece controverso para os pesquisadores de finanças. Os autores ainda afirmam que os três pilares das decisões em finanças corporativas são as políticas de dividendos, investimento e financiamento.

Deste modo a política de dividendos é amplamente discutida no mundo financeiro. Saber quais os fatores que levam uma ação a distribuir mais, menos ou até não distribuir dividendos numa empresa, ajudam a montar carteiras de investimentos mais sólidas de acordo com seus objetivos. Os primeiros a discutir sobre os fatores determinantes da política de dividendos foram Lintner (1956) e Gordon (1959). Eles se centravam em demonstrar a relevância ou irrelevância dos dividendos para o crescimento do valor da empresa.

De acordo com Gordon (1959) um dos fatores mais bem-vistos pelos investidores é a política de dividendos de uma empresa, argumento embasado na teoria “pássaro na mão”. Lintner (1956), relata o maior valor de um dividendo garantido em relação à um ganho de capital incerto, fazendo os investidores preferirem ações que distribuem maiores dividendos e não naquelas que reinvestem seus lucros. Apesar de uma ideia antiga, ela ainda perdura atualmente, muitos investidores preferem ações que distribuem bons dividendos. No Brasil, devido a política de isenção tributária sobre dividendos, esta preferência é ainda mais acentuada.

Alves, Guedes e Souza (2018) relatam que as diversas teorias que surgiram para explicar o tema são porque é uma decisão que envolve um planejamento estratégico, na medida em que ela possibilita atrair novos investidores, manter os antigos e definir a quantidade do resultado a ser retida nas reservas instituídas na organização e a quantidade a ser distribuída como dividendos. Desta forma, vários fatores foram analisados com o intuito de fornecer novas evidências para a literatura, mas ainda não há consenso sobre a seleção dos determinantes da política de dividendos. Estudar estes fatores auxilia a entender como uma empresa define sua política de dividendos.

A política de dividendos, de acordo com King'Wara (2015), é parte de uma estratégia financeira integrada que inclua as futuras necessidades de financiamento da empresa e que tenha implicações dos custos e benefícios da flexibilidade financeira. Denis (2011) define flexibilidade financeira como a capacidade da empresa lidar com oscilações em seu fluxo de caixa e em acessar e reestruturar suas fontes de financiamento de forma ótima, o que lhe permitiria lidar com choques negativos imprevisíveis e aproveitar oportunidades viáveis de investimento quando estas surgirem

Neto (2014) define que uma política de dividendos consiste na implementação de uma decisão tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas. Esse tipo de decisão impacta diretamente nas decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa, pois ao decidir distribuir dividendos significa que este recurso não vai ser reinvestido na empresa.

Braley e Myers (2018) mencionam que as decisões sobre o pagamento de dividendos





misturam-se com outras decisões de financiamento e de investimento. Deste modo, algumas organizações preferem pagar baixos dividendos devido ao fato do otimismo dos gestores quanto ao futuro da organização, mantendo assim a retenção do lucro para aplicar na sua expansão. Em contrapartida, Gitman (2004) afirma que a decisão sobre o pagamento de dividendos pode implicar significativamente a necessidade de financiamento externo, pois quanto maior for o dividendo pago, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com obtenção externa, por meio de empréstimos ou emissões de ações para manutenção de suas operações.

Nesta perspectiva, Leite et al. (2020) alegam que a política de dividendos pode exercer um importante papel na determinação do valor das organizações, pois transmite um sinal positivo para os acionistas em relação à geração de lucros. No entanto, quando há o pagamento de dividendos, há uma diminuição do caixa da organização e, pode surgir a necessidade de buscar recursos para realizar os novos investimentos.

Vancin e Procianoy (2016) alegam que também devem ser observados fatores externos à empresa, tais como legislação e tributação que variam de país para país. Assim, devem ser consideradas as diferentes características de cada ambiente institucional ao executar um trabalho sobre o tema. No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações [LSA] (1976). De acordo com esta lei todos os acionistas têm direito de receber a parcela dos lucros da empresa, definida no estatuto, como dividendo mínimo obrigatório.

Forti, Peixoto e Alves (2015) argumentam que o estudo sobre dividendos no mercado brasileiro se constitui em uma oportunidade de pesquisa, tendo em vista as particularidades legais e tributárias do cenário brasileiro, como a não tributação dos dividendos e a existência da figura dos juros sobre o capital próprio. O presente trabalho pretende contribuir com esta pesquisa testando as variáveis: Tamanho da Empresa, ROA, ROE, investimentos e endividamento. O modelo econométrico utilizado é a regressão de dados em painel, pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados.

2 REVISÃO DA LITERATURA CIENTÍFICA

2.1 Determinantes da política de distribuição de dividendos

O estudo de variáveis que influenciam na política de dividendos das empresas é discutido na academia desde 1956, quando Lintner escreve um dos trabalhos percursoros sobre o comportamento de dividendos em um mercado imperfeito, também chamada de teoria da relevância dos dividendos. Em seus estudos Lintner (1956) afirma que os acionistas preferem a estabilidade nos pagamentos de dividendos. Salienta-se o contexto histórico da época de alta volatilidade de preços, assim as empresas com bons históricos de dividendos tinham preferência entre os acionistas.

Gordon (1963) defende que os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento e, portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferem receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro com a premissa de minimizar os riscos e reduzir as incertezas. Essa teoria corrobora com os estudos de Lintner e é chamada de teoria do pássaro na mão.

Pereira (2018) traz uma visão mais atualizada da Teoria do Pássaro na Mão: os investidores consideram os dividendos correntes menos arriscados que os ganhos de capital futuros. O pagamento corrente de dividendos reduz a incerteza dos investidores, levando ao desconto dos lucros de uma empresa a uma taxa menor, e, conseqüentemente, um valor mais elevado de suas ações. Pelo mesmo raciocínio, se os dividendos forem reduzidos ou não ocorrerem, a incerteza dos acionistas aumenta, elevando o retorno requerido e reduzindo o valor





das ações.

A discussão em torno da Política de Dividendos ganhou força com a publicação do artigo de Miller e Modigliani (1961), neste trabalho os autores contradizem Lintner (1956) e Gordon (1963), pois apresentam os argumentos iniciais da Teoria da Hipótese de Mercado Eficiente, afirmam que em um mercado perfeito a política de dividendos é irrelevante, que as decisões tomadas pelos administradores de uma companhia não são capazes de afetar o valor de uma empresa, nem o retorno total para os acionistas, os dividendos recebidos pelos acionistas são compensados por uma redução no valor da ação com a mesma proporção.

Neto (2003) considera os seguintes critérios para um mercado ser considerado perfeito: nenhuma transação de ações pode ser suficientemente grande para impactar o preço vigente; todos os investidores têm as mesmas informações, e o custo de acesso a essas informações é zero; não existem comissões ou outros custos de transação; os impostos que incidem em pagamentos de dividendos e ganhos de capital são iguais; todos os investidores são racionais e objetivam a maximização da riqueza.

A teoria de mercado perfeito recebe várias críticas, entre elas está a de Ribeiro (2010), ele alega que vivemos em um mercado imperfeito, devido a existência de informações privilegiadas, custos de transação, impostos e eventuais conflitos de interesses existentes dentro de uma organização, capazes de influenciar a política de distribuição de dividendos praticada pela empresa, assim como o preço pelo qual as suas ações são comercializadas no mercado.

Estudos como o de Miller e Rock (1985) agregam valor a teoria do mercado imperfeito, pois concluem que os gestores detêm acesso privilegiado as informações em relação aos acionistas, essas informações são utilizadas como uma “mais-valia” e isto reflete na política de dividendos da empresa. Bhattacharya (1979) relata que os dividendos funcionam como uma demonstração dos lucros de uma empresa, devido a assimetria de informações entre os administradores e os investidores, assim, a ação valoriza com o aumento do número de dividendos e, em consequência, desvaloriza com a baixa dos dividendos.

Segundo Ferreira (2001), as suposições de conteúdo de informação indicam que informações importantes estão incluídas na declaração de dividendos. Portanto, um aumento nos dividendos acima das expectativas do mercado aumentará o preço das ações da empresa porque os investidores compreenderão que o aumento dos lucros é um sinal positivo da saúde da empresa. Também ocorre o contrário, anúncios de redução dos dividendos pode indicar uma previsão de redução dos lucros, o que irá reduzir o valor das ações à medida que os investidores se desfazem.

Sanvicente (2017) e Assaf Neto (2014) afirmam que a empresa só pagará dividendos quando não existirem possibilidades de investimentos com ótimo retorno e baixo risco, assim maximizando os ganhos dos acionistas, assumindo valorização da empresa e consequentemente valorização de seu preço de comercialização no mercado por meio destes investimentos. A decisão de reter lucros deve ser tomada somente quando as oportunidades de investimentos nos negócios da empresa forem economicamente mais atraentes do que aquelas dispostas alternativamente aos acionistas. Esta é chamada de teoria residual de dividendos.

Procianoy e Poly (1993) consideram que observando fatores de segurança e risco, deve-se reter os lucros ao invés de distribuir dividendos, prezando pela manutenção da posição de caixa. Contudo, segundo a teoria financeira, que tem como objetivo principal a maximização da riqueza dos acionistas da empresa, cabe ao gestor, por meio da política de dividendos, estabelecer a melhor combinação entre distribuição ou retenção de lucros. Sendo assim, definem que a política ótima de dividendos é aquela que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro que maximiza o preço da ação.

Segundo Simon, Procianoy e Decourt (2019) é esperado que as instituições mais rentáveis consigam captar recursos no mercado com mais facilidade e não precisem reter grandes





parcelas de lucros para seus investimentos futuros e, por isso distribuam mais dividendos. No entanto, as instituições muito rentáveis podem utilizar o excesso de lucro para aumentar o nível de capital possibilitando o seu crescimento.

Vancin e Procianoy (2016) afirmam que 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 esperado que empresas endividadas paguem menos dividendos.

A preferência dos investidores no mercado é distinta, enquanto uns preferem altos dividendos, outros preferem o ganho de capital, essa divergência de preferências é chamada de efeito clientela. Segundo Ferreira (2001) os investidores que preferem altos dividendos compram ações de empresas com altas taxas de distribuição, enquanto os que preferem ganhos de capital dão prioridade à aquisição de ações das empresas com baixa taxa de distribuição de dividendos e que reinvestem lucros.

Pereira (2018) diz que existem também investidores que desejam dividendos estáveis como fonte de rendimentos, buscando empresas que pagam o mesmo de dividendos a cada período. Com isso, cada empresa tende a atrair investidores que mais se identificam com a sua política de dividendos. Deste modo Ferreira (2001) define, se a empresa alterar a sua política de dividendos, causa insatisfação nos seus acionistas e não necessariamente atrai outros.

A teoria da preferência tributária, segundo Moreiras, Filho e Garcia (2012) diz sobre a preferência do investidor sobre receber ou não receber dividendos por meio da influência trazida entre uma tributação sobre o rendimento de dividendos mais onerosa que o de ganho de capital. No Brasil, os dividendos não são tributados, contudo o ganho de capital é tributado em 15%, devido a isso, as empresas e os acionistas têm uma tendência a preferir o pagamento de dividendos ao invés da política de recompra de ações.

Na Figura 1 é apresentado um quadro com os mais recentes trabalhos sobre os determinantes da política de dividendos de uma empresa.

Figura 1. Estudos sobre determinantes das políticas de dividendos

Autores	Objetivos	Principais Resultados
Almeida, Pereira e Tavares (2015)	Identificar os determinantes da política de dividendos das corporações não financeiras do mercado de capitais português.	A estabilidade do pagamento de dividendos, o valor de mercado, o payout anterior e a dimensão da corporação influenciam positivamente o valor de dividendos a distribuir. As oportunidades de crescimento e o investimento influenciam negativamente a distribuição de dividendos.
Forti, Peixoto e Alves (2015)	Identificar os fatores que determinam a política de distribuição de proventos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1995 a 2011	As variáveis significantes e positivas foram: Tamanho, ROA, Market to Book, Liquidez e Crescimento dos Lucros. As variáveis significantes e negativas foram: Alavancagem, Liquidez elevada ao quadrado, Capex, Beta e Tag Along 100%
Vancin e Procianoy (2016)	Identificar os efeitos do dividendo obrigatório mínimo legal e contratual nos fatores determinantes das companhias listadas na B3 a pagar dividendos.	Há fortes evidências empíricas que as empresas que pagam dividendos acima do obrigatório legal e contratual são diferentes das empresas que pagam apenas este. Dessa forma, a existência de empresas na amostra que pagam apenas o dividendo obrigatório influencia nos coeficientes da regressão da Amostra Completa, pois percebe-se diferenças especialmente na grandeza e significância dos coeficientes.
Alves, Guedes e Souza (2018)	Analisar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de	A rentabilidade e o tamanho contribuíram positivamente para a probabilidade de as empresas analisadas distribuírem seus dividendos. Quando há um lucro favorável nas empresas, os acionistas exercem uma pressão para uma maior distribuição.

	Utilidade Pública	
Rodrigues, Fodra, Ribeiro e Cruz (2019)	Analisar a influência da flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.	Identificou-se que empresas detentoras de capacidade de dívida possuem maior tendência em distribuir dividendos. Empresas detentoras de maiores níveis de flexibilidade financeira tenham maior autonomia na distribuição de dividendos. Empresas que distribuem maiores volumes de dividendos possuem menores níveis de endividamento, maior liquidez e menores oscilações de investimentos. Também demonstraram que as empresas que mais distribuem proventos são maiores, mais rentáveis, possuem maiores oportunidades de crescimentos e menor risco.
Simon, Procianoy e Decourt (2019)	Identificar quais são os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras.	A variável Concentração de Controle Acionário (CONC) apresentou significância estatística positiva em relação ao payout. A Estabilidade da Política de Dividendos (EPD) não apresentou significância estatística. Observou-se que os fatores determinantes não são constantes no tempo, variam de acordo com o cenário econômico ou tributário, e ao tipo de amostra, sugerindo que a política de dividendos é adaptável a diversas realidades amostrais, econômicas e situacionais.
Leite, Pamplona, Silva, Brandt e Schlotfeldt (2020)	Verificar os determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras	As empresas sofrem perda de desempenho em períodos de crise econômica comparativamente ao período de prosperidade, todavia, não diminuem o pagamento de dividendos, distribuindo maior proporção destes em relação ao resultado do período para compensar o menor lucro obtido. Rentabilidade e tamanho afetam positivamente o pagamento de dividendos corporativos. As variáveis liquidez e crescimento da empresa influenciam positivamente e negativamente, respectivamente. Tem-se ainda no modelo consolidado que às variáveis macroeconômicas crescimento do PIB e inflação influenciam na forma como as empresas remuneram os acionistas por meio dos dividendos.
Neves, Cunha e Vilas (2020)	Estudar a influência de algumas características específicas das empresas de telecomunicações nos dividendos distribuídos.	O investimento em capital fixo, o endividamento, razão book value, free cash flow (FCF), liquidez e dividendos pagos no ano anterior são determinantes na explicação dos dividendos distribuídos no período global. Para o período de crise financeira, o sinal e a significância das variáveis mantem-se quase inalterados, sugerindo que essas empresas pagam dividendos independentemente dos ciclos econômicos.

Fonte: Elaboração própria (2022).

Leite, Pamplona, Silva, Brandt e Schlotfeldt (2020) expõem que no Brasil as discussões sobre a política de pagamentos de dividendos são mais recentes, ganhando maior ênfase a partir da década de 1990, principalmente a partir do processo de estabilização econômica. Em relação à abordagem da temática, enquanto em outros países a discussão recai sobre a remuneração do acionista limitando-se entre dividendos e ganho de capital, no Brasil, acrescentam-se os juros sobre capital próprio.

Segundo Forti, Peixoto e Alves (2015) há três principais distinções entre a legislação tributária brasileira das americanas. São elas: (a) o recebimento de dividendos pelos acionistas não consiste em fato gerador de tributos; (b) existem dividendos mínimos obrigatórios; (c) existe uma forma adicional de distribuição de recursos chamada juros sobre o capital próprio que é dedutível da base de cálculo de tributos sobre o lucro da empresa que os distribui, mas consiste em fato gerador de tributos para o acionista que os recebe.



3 MÉTODO DE PESQUISA

A pesquisa é quantitativa, pois identifica a influência das variáveis com o uso de técnicas estatísticas; descritiva, pois observa variáveis sem manipulá-las; e documental uma vez que os dados utilizados para cálculo das variáveis foram obtidos por meio da base de dados Economática®.

3.1 Dados

O presente estudo utiliza dados referentes às empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3), sendo que as empresas incluídas na amostra respeitam os critérios elencados a seguir: a) Foram utilizadas na amostra as empresas que permaneceram consecutivamente na bolsa no período de 2017 a 2021 (cinco anos); b) Foram utilizadas na amostra as empresas que apresentaram dados não nulos para todas as variáveis em todos os períodos; c) Devido a peculiaridades nas suas estruturas de contas das empresas financeiras, elas não foram incluídas na amostra; d) Não foram incluídas empresas com um volume de negociação médio diário menor que R\$ 1.000.000,00 no ano de 2021.

A amostra foi selecionada por meio do software Economática®, e resultou em 80 empresas após a aplicação dos critérios de inclusão apresentados. As variáveis extraídas foram: ativo, dividendo pago, lucro líquido, ROA, ROE e passivo.

3.2 Variáveis do modelo econométrico

Os estudos variam muito quando se trata da variável dependente utilizada. Duas variáveis se destacam, o payout e a razão entre os dividendos pagos no período e o ativo total da companhia. O payout foi utilizado por Vancin e Procionoy (2016); Simon, Procionoy e Decourt (2019); e Leite et al. (2020). Já os estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Rodrigues, Fodra, Ribeiro e Cruz (2019) utilizam a razão entre os dividendos pagos no período e o ativo total da companhia.

Neste estudo a variável dependente é a razão entre os dividendos pagos no período e o ativo total da companhia. O motivo da escolha vai ao encontro com Forti, Peixoto e Alves (2015) que defendem a ideia de que o fato de algumas empresas distribuírem dividendos, mesmo apresentando prejuízos, acarretaria num índice payout negativo, o que alteraria o resultado da regressão. Assim, a utilização do denominador Ativo Total contribui com a robustez dos resultados.

A Tabela 1 apresenta informações sobre as variáveis utilizadas, assim como a relação esperada em cada uma delas.

Tabela 1. Descrição das Variáveis

Variável	Cálculo	Relação Esperada	Autores
DIV	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Ativo Total}}$	Não Aplicável	(2), (5).
TAM _{it}	Logaritmo Natural do Ativo Total	Positiva	(1), (2), (3), (4), (5), (6), (7).
ROA _{it}	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	Positiva	(1), (2), (4), (5), (6), (7).
ROE _{it}	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Positiva	(3), (6).
INV _{it}	$\frac{\text{Ativo em } t - \text{Ativo em } t - 1}{\text{Ativo em } t - 1}$	Negativa	(3), (7), (8).





END _{it}	Passivo Total	Negativa	(2), (3), (5), (7).
	Ativo Total		

Nota: (1) Almeida, Pereira e Tavares (2015); (2) Forti, Peixoto e Alves (2015); (3) Vancin e Procianoy (2016); (4) Alves, Guedes e Souza (2018); (5) Rodrigues et al. (2019); (6) Simon, Procianoy e Decourt (2019); (7) Leite et al. (2020); (8) Neves Cunha e Vilas (2020).

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

A escolha das variáveis independentes foi feita a partir da literatura revista e dos estudos que abordaram os determinantes da política de dividendos. Nos parágrafos seguintes estão descritas as variáveis independentes utilizadas e o embasamento para a escolha de cada uma.

Tamanho: Lintner (1956), na teoria da relevância de dividendos e Almeida, Pereira e Tavares (2015), relatam em seus estudos que os dividendos pagos aumentam o valor de mercado da empresa, assim é esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e os dividendos distribuídos. Desta forma é esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos. Para mensurar o tamanho da empresa foi utilizado o logaritmo natural do ativo total da empresa. Esta variável independente está presente nos estudos de Almeida, Pereira e Tavares (2015), Forti, Peixoto e Alves (2015), Vancin e Procianoy (2016), Alves, Guedes e Souza (2018), Rodrigues et al. (2019), Simon, Procianoy e Decourt (2019) e Leite et al. (2020).

ROA: Utilizada na maioria dos estudos, espera-se que a rentabilidade do ativo seja positivamente relacionada com os pagamentos de dividendos. Fama e French (2001) expõem que há três aspectos primordiais que afetam a decisão de pagar dividendos, sendo a lucratividade uma delas, pois empresas que auferem níveis mais elevados de rentabilidade tendem a pagar mais dividendos. Outros estudos que utilizaram o ROA foram Almeida, Pereira e Tavares (2015), Forti, Peixoto e Alves (2015), Alves, Guedes e Souza (2018), Rodrigues et al. (2019), Simon, Procianoy e Decourt (2019) e Leite et al. (2020).

ROE: Escolhido também com a função de verificar se a rentabilidade da empresa está relacionada com a distribuição de dividendos. O papel desse índice é representar quanto uma empresa gera de lucro em relação ao seu capital investido (Ross, Westerfield, Jordan, & Lamb, 2013). Espera-se que as instituições mais rentáveis consigam captar recursos no mercado com mais facilidade e não precisem reter grandes parcelas de lucros para seus investimentos futuros e, por isso distribuam mais dividendos. (Simon, Procianoy & Decourt, 2019). Estudos anteriores que utilizaram o ROE como variável independente foram os de Vancin e Procianoy (2016) e Simon, Procianoy e Decourt (2019).

Investimento: De acordo com Vancin e Procianoy (2016), 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 variação negativa entre ambos. Vancin e Procianoy (2016), Leite et al. (2020), Neves, Cunha e Vilas (2020) também utilizaram esta variável.

Endividamento: Utilizado por Forti, Peixoto e Alves (2015), Vancin e Procianoy (2016), Rodrigues et al. (2019) e Leite et al. (2020) é esperada uma relação negativa entre Endividamento e distribuição de dividendos, visto que 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 (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

3.3 Modelo de regressão com dados em painel

A natureza dos dados leva à adoção de um modelo econométrico, optou-se pela regressão de dados em painel pela técnica mínimos quadrados ordinários agrupados, que, segundo



Marques (2000), providenciam uma maior quantidade de informação, maior variabilidade de dados, menor colinearidade entre variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência de estimação.

Marques (2000) também afirma: a redução da colinearidade dos dados é obtida por meio da variabilidade dos dados, pois a diversificação deles contribui para a redução da eventual colinearidade existente entre variáveis, particularmente em modelos com defasamentos distribuídos. Assim, Ceretta, Vieira, Fonseca e Trindade (2009) afirmam, a utilização de dados em painel ajusta a diversidade de comportamentos individuais, com dinâmicas de ajustamento, ainda que potencialmente distintas, ou seja, permite tipificar as respostas de diferentes indivíduos a determinados acontecimentos, em diferentes momentos.

Para testar a colinearidade das variáveis, utilizou-se o seguinte modelo econométrico:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 INV_{it} + \beta_5 END_{it} + \mu_{it}$$

Onde:

DIV_{it} – É a razão entre os dividendos pagos e o ativo total da empresa i no período t ;

TAM_{it} – É o logaritmo natural do total do ativo da empresa i no período t ;

ROA_{it} – É a razão entre lucro operacional e o ativo total da empresa i no período t ;

ROE_{it} – É a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa i no período t ;

INV_{it} - é a razão da diferença entre o ativo no período t e o ativo no período $t - 1$ e o ativo do período $t - 1$;

END_{it} - é a razão entre o passivo total e o patrimônio líquido da empresa i , no período t ; β_0 - representa a constante estimada no modelo;

β_1 ; β_2 ; β_3 ; β_4 ; β_5 - são os coeficientes angulares calculados na estimação da regressão; e μ_{it} - é o erro robusto da regressão.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Na Tabela 2 é demonstrada a matriz de correlação de Pearson das variáveis.

Tabela 2. Matriz de Correlação de Pearson

	DIV	TAM	ROA	ROE	END	INV
DIV	1,0000					
TAM	-0,1590	1,0000				
ROA	0,7734	-0,1693	1,0000			
ROE	0,4747	-0,0303	0,6639	1,0000		
END	-0,1589	0,3018	-0,2526	0,1614	1,0000	
INV	-0,1582	-0,0102	-0,0496	0,0885	0,0520	1,0000

Fonte: Elaboração própria (2022).

Na análise da Tabela 2 que trata da matriz de correlação de Pearson é possível observar uma correlação positiva forte entre ROA e Dividendos (0,7734). Outra correlação a se considerar é entre ROE e dividendos, que apresenta uma correlação fraca (0,4747). Estes resultados vão ao encontro aos estudos anteriores que analisaram a mesma variável e evidenciam a relação positiva entre a lucratividade e os dividendos pagos.

A correlação entre a variável dependente e as demais variáveis independentes foi de -0,159 com o tamanho, -0,1589 com o endividamento e -0,1582 com o investimento. Embora as correlações negativas de endividamento e investimento estejam de acordo com estudos anteriores, estes valores de correlação são desprezíveis e não permitem concluir que essa

correlação é significativa.

A Tabela 3 apresenta os coeficientes de regressão obtidos a partir da técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados. Para verificar a multicolinearidade os dados foram estimados por modelos econométricos com dados empilhados.

Tabela 3. Coeficientes de Regressão das variáveis

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	T	p-valor
TAM	-0,0015	0,0010	-1,43	0,152
ROA	0,0051	0,0003	17,47	0,000 ***
ROE	-0,0002	0,0001	-1,90	0,058 *
INV	-0,0227	0,0063	-3,60	0,000 ***
END	0,0000	0,0000	2,37	0,018 **
Constante	0,0286	0,0167	1,71	0,089 *
R² ajustado				0,6149
Número de Observações				400
Número de Empresas				80

Nota: Significância de 10%, 5% e 1% representado respectivamente por: *, ** e ***.

Fonte: Elaboração própria (2022).

Pela análise do valor de R², constata-se que as variações da razão entre os dividendos pagos e o ativo são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes em cerca de 61,49%. A única variável que não apresentou significância a 10% foi o Tamanho da empresa, a constante e o ROE são significantes a 10%, o endividamento é significativo a 5%, o ROA e os Investimentos são constantes a 1%

Pela análise dos valores dos coeficientes de regressão, verifica-se que a variável tamanho com o coeficiente = -0,0015 e valor-p = 0,152, não é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos com nível de significância menor que 10%.

O ROA, com coeficiente = 0,0051 e valor-p = 0,000, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas com um maior ROA distribuem um maior valor de dividendos sobre o seu ativo. Este resultado era esperado, visto que é o mesmo resultado obtido por Almeida, Pereira e Tavares (2015), Forti, Peixoto e Alves (2015), Alves, Guedes e Souza (2018), Rodrigues et al. (2019), Simon, Procianny e Decourt (2019) e Leite et al. (2020).

O ROE, com o coeficiente = -0,0002 e valor-p = 0,058, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Levando a crer que quanto maior o ROE, maiores serão os dividendos distribuídos pela empresa. Este também foi o resultado obtido por Simon, Procianny e Decourt (2019), já Vancin e Procianny (2016) obtiveram um resultado positivo para esta correlação, levando a crer que o resultado pode variar de amostra para amostra.

O valor investido pela empresa, com o coeficiente = -0,0227 e valor-p = 0,000, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas que investem seus lucros tendem a distribuir menos dividendos. Isto era o esperado já que os dividendos e os investimentos podem advir da mesma fonte de recursos (Vancin & Procianny, 2016). Além de Vancin e Procianny (2016), Leite et al. (2020) também encontraram uma correlação negativa entre os investimentos e os dividendos pagos.

O valor do endividamento da empresa, com coeficiente = 0,0000 e valor-p = 0,018 é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. O valor do coeficiente, apesar de positivo tem um valor menor 0,00005, um valor pouco expressivo, mas que contraria os resultados dos estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015), Vancin e Procianny (2016), Rodrigues et al. (2019) e Leite et al. (2020) que encontraram uma relação negativa entre essas variáveis.



5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O debate sobre os fatores que influenciam a política de dividendos de uma empresa tem recebido diversos estudos e está aberto à muitas teorias. O presente estudo contribuiu para o debate. Utiliza a regressão de dados em painel pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados para analisar os diferentes fatores que influenciam a quantidade de dividendos pagos por uma ação em uma empresa da bolsa de valores brasileira.

As variáveis selecionadas a partir dos estudos anteriores foram: Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Tamanho da Empresa, Endividamento e Investimentos. A única variável que não foi significativa a um p-valor de 0,1 foi o Tamanho da empresa. Todas as demais variáveis influenciaram positivamente ou negativamente a razão entre os dividendos pagos e o ativo total da empresa.

As conclusões sobre a variável independente ROA, demonstram que, como apontado por Lintner (1956), a rentabilidade da empresa estão relacionados com a quantidade de dividendos distribuídos. Ou seja, com uma maior razão entre lucro operacional e o ativo total, a empresa distribui maior quantidade de dividendos, mostrando assim estar em conformidade com a teoria da relevância de dividendos.

Já o ROE teve um resultado negativamente correlacionado à variável dependente, indicando que a baixa rentabilidade de instituições pode ter relação com uma alta distribuição de dividendos, por conta da intenção de sinalizar bons resultados futuros por meio da política de dividendos (Simon, Procianny & Decourt, 2019).

A variável independente Investimento apresentou um coeficiente negativo, conforme o esperado. Isso vai ao encontro da teoria residual de dividendos, já que empresas com alto potencial de crescimento preferem a valorização de mercado, ou seja, os lucros são mais investidos na empresa do que distribuídos para seus investidores.

Em contradição ao esperado, o endividamento da empresa se mostrou positivamente relacionado com a razão entre os dividendos pagos e o ativo. Este resultado vai de encontro as pesquisas analisadas neste trabalho, que encontraram uma correlação positiva entre as variáveis. Vale ressaltar que o valor do coeficiente foi quase insignificante, contudo, ainda assim o endividamento está correlacionado positivamente com a razão entre os dividendos pagos e o ativo da empresa.

As conclusões deste estudo e dos demais estudos sobre a política de dividendos não são consensuais, diferentes países, com diferentes amostras, diferem em seus resultados, assim ainda há espaço para pesquisa e novos estudos são necessários para um melhor entendimento das políticas de dividendos adotadas pelas empresas.

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.
- Alves, F. I. A. B., Guedes, Y. R., & Souza, J. L. (2018). Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(1), 4-21.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Brealey, R. & Myers, S. (1996). *Princípio de Finanças Empresariais*. Nova Iorque: McGraw-Hill.





Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2018). *Princípios de Finanças Corporativas*. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.

Ceretta, P., Vieira, K., Fonseca, J., & Trindade, L. (2009) “Determinantes da Estrutura de Capital: Uma Análise de Dados em Painel de Empresas Pertencentes ao Ibovespa no Período de 1995 a 2007”, *Revista de Gestão USP*, 16(4), 29-43.

Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-674.

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.

Ferreira, A. O. (2001). A controvérsia sobre os Dividendos. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 6(2), 58-65.

Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*. 26(68), 167-180.

Gitman, L. J. (2004). *Princípios de administração financeira: essencial*. Porto Alegre: Bookman.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 1963, 264-272.

King’wara, R. (2015). The relationship between financial flexibility and dividend payouts: a case of listed firms in Kenya. *European Journal of Business and Management*, 7(3), 51-58.

Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF. Recuperado em 24 julho, 2022, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm.

Leite, M., Pamplona, E., Silva, T. P., Brandt, E. T., & Schlotefeldt, J. O. (2020). Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. *Desafio Online*, 8(1), 68-90.

Lintner, J. (1956) Distribution of incomes of corporations among dividends, retained and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Marques, L. D. (2000). *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.

Miller, H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1985, 1031-1051.

Miller, H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.

Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *RAUSP Management Journal*, 47(4), 671-682.

Neto, A. (2014). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.

Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *RAUSP Management Journal*, 38(2), 135-143.





Neves, M. E. D., Cunha, M. M., & Vilas, J. (2020). Determinantes dos Dividendos no Setor de Telecomunicações. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(3), 669-685.

Pereira, E. (2018). *Resultado por Ação: Um Estudo Descritivo das Companhias Comerciais de Eletrodomésticos com Base no Pronunciamento Técnico CPC 41*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Poli, B. T. C., & Procianoy, J. L. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, 33(4), 6-15.

Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1), 15-25.

Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. C. S., & Cruz, A. F. (2019). Determinantes da Distribuição de Dividendos no Brasil: Uma Análise entre Flexibilidade Financeira e Política de Distribuição de Resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84-112.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. & Lamb, R. (2013). *Fundamentos de Administração Financeira*. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.

Sanvicente, A. (2017). Teoria Residual da Política de Dividendos: Um Experimento Natural. *CEQEF Working Papers*, 33(1), 1-24.

Simon, M. L. A., Procianoy, J. L., & Decourt, R. F. (2019). Fatores Determinantes da Política de Dividendos das Instituições Financeiras Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(2), 87-116.

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.