

Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do *payout* incremental pelas empresas brasileiras
doi: 10.4025/enfoque.v38i3.42438

Kécia da Silveira Galvão
Doutora em Administração
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE
E-mail: keciagalvao@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-6404-3550>

Joséte Florencio dos Santos
Doutora em Administração
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE
Programa de Pós-Graduação em Administração - UFPE
E-mail: jfs@ufpe.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5366-2548>

Jevuks Matheus de Araújo
Doutor em Economia
Universidade Federal da Paraíba – UFPB
Programa de Pós-Graduação em Economia - UFPB
E-mail: jevuks@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5618-4502>

Recebido em: 19.04.2018

Aceito em: 18.07.2018

2ª versão aceita em: 22.02.2019

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2002 a 2013. A amostra final foi composta por 287 empresas. Os dados foram organizados em painel desbalanceado e foram tratados com regressões *logit* com efeitos aleatórios. Como principais resultados pode-se dizer que, quanto ao pagamento (ou não) de dividendos os resultados apontam que empresas mais rentáveis, com maior oportunidade de crescimento, mais maduras, mais antigas e com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de distribuir dividendos. E, como esperado, empresas mais endividadas têm menor probabilidade de pagá-los. Dentre as empresas que distribuíram dividendos, as que apresentam maior rentabilidade, maior proporção de caixa, cujo acionista majoritário possui maior percentual de ações ordinárias e as pertencentes a níveis diferenciados de governança corporativa têm maior probabilidade de distribuir *payout* incremental. Já as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm menor probabilidade de distribuir *payout* incremental. Nesse contexto, sugere-se que o pagamento de *payout* incremental é realizado com o objetivo de mitigar possíveis conflitos de agência, haja vista que três das variáveis estatisticamente significativas são direcionadas a este aspecto: concentração acionária de ações ordinárias, pertencer a níveis diferenciados de governança corporativa da B3 e possuir maior proporção de caixa em relação ao ativo.

Palavras-chave: Política de Dividendos. *Payout* Incremental. Fatores de Dividendos.

Dividend Distribution Policy: an analysis of factors related to the payment of dividends and incremental payout by Brazilian companies

ABSTRACT

This study aimed to investigate the factors related to the payment of dividends and incremental payout of Brazilian companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão (B3) from 2002 to 2013. The final sample consisted of a variety of 287 companies. Data were organized in unbalanced panel and logit regressions were performed with random effects. Regarding the payment or not of dividends the results direct the most profitable companies with greater growth opportunity, more mature, older and

larger proportion of cash are more likely to pay dividends, and most indebted companies are less likely to pay them. About companies that paid dividends, those with higher profitability, higher proportion of cash, whose majority shareholder has a higher percentage of common shares and belonging to different levels of corporate governance are more likely to distribute incremental payout, and companies with greater opportunities for growth are less likely to distribute incremental payout. In this context, it is suggested that the indicative payment incremental payout with the aim of reducing the agency conflict, given that three of the significant variables are directed to this aspect, ownership concentration of common shares belonging to different levels of corporate governance and proportion of cash.

Keywords: Dividend Policy. Incremental Payout. Dividend Factors.

1 INTRODUÇÃO

Em um contexto histórico, as questões da política de dividendos têm envolvido os gestores desde meados do século XVI, e, a partir de então, tem sido desdobrada em práticas diversas como distribuição de grandes remunerações ou mesmo do total dos lucros (FRANKFURTER; WOOD, 1997). Essas práticas estiveram atreladas a fatores diversos como: a realidade econômica, o risco do negócio, a taxa de imposto de renda, o mercado de informações assimétricas, ou mesmo, a preferência dos investidores pelos lucros (FRANKFURTER; WOOD, 1997).

Porém, apenas na segunda metade do século, tem-se o marco inicial das discussões acadêmicas sobre a política de dividendos com o estudo de Lintner (1956) e Miller e Modigliani (1961), seguidos por diversos estudos relevantes como Elton e Gruber (1970) Battacharya (1979), Easterbrook (1984), dentre outros. Entretanto, mesmo com grande debate entre as escolas de finanças, não se chegou a nenhum consenso, mostrando que as questões referentes à política de dividendos ainda não foram exploradas suficientemente (AL-NAJJAR, 2009; AL-MALKAWI; RAFFERTY; PILLAI, 2010; RIBEIRO, 2010).

Quando se trata dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos, segundo Al-Najjar (2009, p. 1), busca-se “teorizar a tendência das empresas pagarem, ou não, dividendos”. Entretanto, os resultados encontrados nos estudos que versam sobre o assunto são divergentes e variam conforme país e período analisados. Como exemplo, ao avaliar os estudos que questionam diretamente os gestores dos Estados Unidos da América (EUA),

da Austrália, da Alemanha, da África do Sul, da Malásia, da Noruega e do Canadá, foi notado consenso apenas na relação da variação da lucratividade e do lucro do período com o pagamento de dividendos (DÉCOURT, 2009; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012). No Brasil, além desses dois pontos de análise, os fatores caixa, legislação brasileira, estatuto social da companhia, novas oportunidades de investimentos futuros, orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e expectativas de lucros futuros são levados em consideração pelos gestores para pagamento de dividendos (DÉCOURT, 2009; AMBROZINI, 2011; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012).

Nessa direção, este estudo busca investigar a política de dividendos sob a especificidade da legislação brasileira e tomando variáveis identificadas em estudos anteriores. A utilização de especificidades da legislação brasileira no contexto dos dividendos é justificada por fatores relativos ao ambiente de mercado em que a empresa se encontra, como tributação e leis de proteção ao investidor, e, também, a influência da política de pagamento de dividendos (DENIS; STEPANYAN, 2009). Sobre essas políticas, no contexto das empresas brasileiras, são encontrados critérios na legislação específica que merecem ser considerados como o pagamento de dividendos mínimos obrigatórios, a partir de um *payout* (LEI n. 6.404, 1976) e o pagamento de juros sobre capital próprio (LEI n. 9.249, 1995), por se enquadrarem no critério de proteção ao investidor e na tributação de dividendos, respectivamente. Nesse aspecto, entende-se que ao buscar investigar a variação do pagamento de dividendos e os fatores a eles relacionados, deve-se utilizar o *payout* pago em conformidade ao mínimo exigido nos estatutos

sociais e não apenas a variação do montante pago ou o dividendo por ação sem a devida referência à legislação.

Nesse escopo são trazidos os níveis de *payout* pago: mínimo, reduzido e incremental. Sendo considerado *payout* mínimo quando os dividendos distribuídos equivalem ao percentual estabelecido no estatuto social. *Payout* incremental, quando o percentual pago está acima do estabelecido no estatuto social. *Payout* reduzido, quando os dividendos distribuídos estiverem abaixo do estabelecido no estatuto social.

Vale destacar, que nos estudos sobre a política de dividendos de empresas brasileiras foi identificado que apenas Vancin e Procianoy (2014) investigaram os fatores relacionados ao pagamento de dividendos utilizando a variação do *payout* e embasados nas referidas normas, porém, com um período menor e com menor quantidade de variáveis do que o proposto neste estudo.

Diante disto, surge o seguinte questionamento: quais fatores estariam relacionados à probabilidade dos gestores pagarem um *payout* incremental? Para responder à questão levantada, este trabalho investiga os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e de *payout* incremental das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2002 a 2013.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 FATORES RELACIONADOS AO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Foram observados na literatura estudos que investigam fatores que possam explicar a propensão das empresas em pagar, ou não, os dividendos. Os trabalhos que tratam sobre tais fatores são elaborados sob duas vertentes: a investigação direta junto aos gestores por meio de questionários e entrevistas (LINTNER, 1956; DÉCOURT, 2009; AMBROZINI, 2011; DÉCOURT; PROCIANOY, 2012), e por meio de dados obtidos de informações secundárias

apresentadas pela empresa e no mercado, utilizando modelos econométricos para análise (FAMA; FRENCH, 2001; AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; HO; WU, 2003; OMRAN; POINTON, 2004; AL-NAJJAR, 2009; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; SILVEIRA; BELLATO 2006).

A discussão preliminar sobre fatores que possam influenciar o pagamento dos dividendos com base na tomada de decisão dos gestores foi de Lintner (1956). Esse, por meio de entrevista, constatou que, para formação da política de dividendos, os gestores observam aspectos específicos da empresa e do mercado sob o contexto atual e sob experiências anteriores, como: a variação dos juros, o retorno sobre o capital, a razão preço e lucro, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos lucros, a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos. Além disso, Lintner (1956) constatou que os gestores acreditam ser mais relevante a constância do valor do pagamento do dividendo por ação do que a constância do *payout* e que esses pagam dividendos de acordo com o grau de crescimento das empresas (ciclo de vida).

Investigando especificamente os gestores brasileiros, Décourt (2009) e Décourt e Procianoy (2012) constataram que a política de dividendos é um instrumento para valoração da empresa, além de que o lucro líquido do exercício e o caixa gerado são os principais fatores para a decisão de pagar ou não dividendos. Os executivos também levam em consideração o benefício fiscal gerado para adoção dos juros sobre o capital próprio, o estágio de vida das empresas, o endividamento e o investimento. Além disso, os gestores alegaram que não adotariam uma política de dividendos em função dos acionistas, o que exclui a existência do efeito clientela.

Ambrozini (2011) também investigou quais fatores eram levados em consideração pelos gestores brasileiros. Concluiu que, em relação à decisão dos dividendos, os gestores dão maior relevância à legislação brasileira, ao estatuto social da companhia, à disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros, às novas oportunidades de investimentos futuros, ao

orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e às expectativas de lucros futuros.

Quanto aos estudos investigados com dados secundários destaca-se, inicialmente, Fama e French (2001), que estimaram um modelo *logit* em que a variável dependente assume o valor um, se a empresa paga dividendos regularmente, e o valor zero, se não paga dividendos regulares. Como resultados, encontrou que o pagamento de dividendos é positivamente relacionado com o tamanho da empresa e negativamente associado com a oportunidade de crescimento. Esses fatores foram mensurados pelo logaritmo natural do ativo e pela razão *market-to-book*, respectivamente.

Aivazian, Booth e Cleary (2003), ao investigar empresas dos EUA e mercados emergentes, encontraram relação entre o pagamento de dividendos e as seguintes variáveis: rentabilidade, endividamento, oportunidade de crescimento *book-to-market* e composição do ativo. Sobre essas variáveis, observaram que empresas com alto ROE (rentabilidade) e maior razão *book-to-market* (oportunidade de crescimento) tendem pagar altos dividendos, enquanto que empresas com maior endividamento tendem a pagar menores dividendos, sugerindo que restrições financeiras afetam a política de dividendos. Especificamente para empresas de mercados emergentes, os pesquisadores concluíram que dividendos são negativamente relacionados à tangibilidade dos ativos das empresas.

Ho e Wu (2003), realizando um estudo comparativo das políticas de dividendos do Japão e da Austrália, encontraram dados que mostram como a política de dividendos do Japão é influenciada por liquidez e risco das empresas, admitindo-se, dessa forma, as teorias de agência, da sinalização dos custos de transação. Por sua vez, na Austrália, o tamanho da empresa influencia positivamente o pagamento de dividendos e o pertencimento a determinado setor industrial influencia a política de dividendos.

Omran e Pointon (2004) também investigaram as variáveis que poderiam influenciar a política de

dividendos, porém separando as empresas conforme seu estado de negociação (ativa, ou não) no mercado de ações do Egito. Conforme seus resultados, o *payout* de empresas com negociação ativa se relaciona negativamente com o endividamento e a razão *book-to-market*. Por outro lado, o *payout* das empresas com negociação não ativa tem uma relação negativa com alavancagem, tangibilidade e tamanho da empresa (mensurada pelo valor de mercado), e positiva com o risco de negócio, o *market-to-book* e o tamanho da empresa quando mensurado pelo total dos ativos. Utilizando a amostra completa, composta por empresas com negociação ativa e negociação não ativa, o *payout* tem relação positiva com o tamanho da empresa, quando mensurado pelo valor de mercado, e relação negativa com tamanho da empresa, quando mensurado pelo total de ativos. Além disso, os autores encontraram que a redução dos dividendos pagos está associada à falta de liquidez e à baixa rentabilidade geral.

DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) replicaram o estudo de Fama e French (2001), incluindo o ciclo de vida, com a razão lucros retidos e valor contábil do patrimônio líquido, ao encontrar uma relação positiva entre esta razão e a propensão da empresa em pagar dividendos.

Além desses fatores, a recompra de ações tem sido cada vez mais usada como uma substituta do pagamento dos dividendos nos EUA, sob a justificativa de apresentar menores custos e flexibilidade em relação ao pagamento dos dividendos (SKINNER, 2008). Sendo utilizada por empresas menores e com lucros menos estáveis, a recompra de ações se ajusta rapidamente à variação dos lucros, enquanto que a relação entre os lucros e os dividendos tem se tornado mais fraca (SKINNER, 2008).

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

propriedade e do risco do negócio. Porém, não encontrou relação entre a liquidez e a probabilidade de pagar dividendos.

Analisando o mercado brasileiro, Heineberg e Procianny (2003), sob a perspectiva de fluxo de caixa livre, investigaram a relevância das variáveis histórico do pagamento de dividendos, lucros/prejuízos, inflação, endividamento, setor industrial, tamanho de empresa e oportunidades de investimento/crescimento sobre política de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Estes autores identificaram que o valor do lucro ou do prejuízo líquido e os dividendos pagos em dinheiro no ano anterior são os que possuem maior poder de explicação do pagamento de dividendos.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) avaliaram o efeito da assimetria de informações, dos custos de agência e da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de *payout*, este calculado pela razão dos dividendos médios pagos pelo lucro líquido médio do período. Como resultado, constataram que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta com o aumento das oportunidades de crescimento, do tamanho da empresa e do caixa obtido no período, e com a redução do endividamento e da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa. Também observaram que, controlando as empresas por níveis de assimetria de informação, a concentração de propriedade do acionista controlador se relaciona negativamente com a política de proventos, o que contradiz a teoria dos custos de agência.

Silveira e Bellato (2006) avaliaram se o controle da empresa, sob a perspectiva de que há uma alta concentração de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores, influencia a política de dividendos, mensurada pelo *payout* e *dividend yield*. Os resultados encontrados, mesmo não sendo conclusivos, reforçam a percepção de que empresas com maiores controles acionários distribuem menor parte dos lucros do que empresas com ações ordinárias mais pulverizadas. Com isso, sugeriram que a emissão de ações sem direito a voto em empresas com maior concentração de controle pode gerar conflitos de interesses entre os vários

tipos de acionistas, pois os acionistas controladores podem optar por favorecimento próprio.

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

O Quadro 1 sintetiza o resultado das relações obtidas entre as variáveis que influenciaram o pagamento de dividendos nos estudos descritos acima.

Portanto, diferentes fatores foram relacionados ao pagamento de dividendos. Essa diversidade de resultados ocorre pela complexidade do assunto, por não existir uma relação precisa entre as variáveis investigadas e a política de dividendos das empresas e pela ausência de trabalhos que possam ser conclusivos sobre o tema. Porém, é importante que novos trabalhos empíricos sejam realizados, pois podem trazer novas informações sobre os fatores relacionados à política de dividendos (AL-NAJJAR, 2009).

Dessa forma, neste estudo, são selecionados alguns dos indicadores utilizados em pesquisas anteriores, bem como as especificidades da legislação brasileira referentes à política de dividendos, com o intuito de alcançar o objetivo deste trabalho.

Importante ressaltar que o uso de normas legais é oportuno, pois, conforme Denis e Stepanyan (2009) apontaram, a obrigatoriedade legal pode ser vista como um dos fatores que explica a propensão das empresas a pagarem dividendos.

2.2 TRATAMENTO LEGAL DOS DIVIDENDOS E DOS JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO NO BRASIL

Neste tópico, discute-se sobre o tratamento legal dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio

no Brasil, tendo em vista a sua peculiaridade, e as normas do Comitê de Pronunciamentos conforme a Lei n. 6.404 (1976), a Lei n. 9.249(1995) Contábeis e da Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 1. Evidências empíricas dos fatores relacionados aos pagamentos de dividendos.

Variáveis	Relação como pagamento de dividendos	Evidências Empíricas
Rentabilidade	Positiva	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Heineberg e Procianny (2003) - Omran e Pointon (2004) - Al-Najjar (2009) - Vancin e Procianny (2014)
	Negativa	- Fama e French (2001) - Omran e Pointon (2004) - DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) - Vancin e Procianny (2014)
Oportunidade de Crescimento	Positiva	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Al-Najjar (2009)
	Negativa	- Fama e French (2001) - Omran e Pointon (2004) - DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) - Vancin e Procianny (2014)
Ciclo de Vida	Positiva	- DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006)
	Negativa	-
Tamanho da Empresa	Positiva	- Fama e French (2001); - Ho e Wu (2003) - DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Al-Najjar (2009)
	Negativa	- Omran e Pointon (2004)
Endividamento	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Omran e Pointon (2004) - Al-Najjar (2009) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Vancin e Procianny (2014)
Fluxo de Caixa	Positiva	- Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Vancin e Procianny (2014)
	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Omran e Pointon (2004)
Risco	Positiva	- Vancin e Procianny (2014)
	Negativa	- Aivazian, Booth e Cleary (2003) - Al-Najjar (2009)
Controle acionário	Negativa	- Al-Najjar (2009) - Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) - Silveira e Bellato (2006)
Governança Corporativa	Negativa	- Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Recompra	Negativa	- Skinner (2008)

A Lei n. 6.404 (1976) apresenta as obrigadoriedades a respeito das empresas de capital aberto, dentre essas, o tratamento a ser dado à distribuição dos lucros para os sócios através dos dividendos. O artigo 202 trata do dividendo mínimo obrigatório, que equivale a um percentual do lucro líquido ajustado descrito no estatuto social da empresa. Quando ocorrer omissão do estatuto social da companhia, as

empresas devem distribuir pelo menos 50% do lucro líquido ajustado do exercício como dividendo mínimo obrigatório.

Para se chegar ao Lucro Líquido Ajustado, que é adotado como base de cálculo dos dividendos, segue-se o esquema da Tabela 1.

Também com caráter de dividendos, têm-se os

Juros sobre o Capital Próprio (JSCP), instituído de maneira facultativa às companhias abertas. Os JSCP vigoram desde 1º de janeiro de 1996, pela Lei nº 9.249/95, artigo 9º, parágrafo 7º, a qual possibilitou às empresas regidas pela Lei nº 6.404/76, deduzir essa remuneração do valor dos dividendos. Segundo Colombo (2011), os JSCP, ou melhor, o mecanismo dos JSCP, demonstra ser uma exclusividade brasileira, o que peculiariza a nossa legislação quanto aos dividendos.

Tabela 1. Metodologia Resumida de Cálculo do Lucro Líquido Ajustado, baseado na Lei n. 6.404 (1976).

Operação	Ajustes do Lucro
	Resultado do Exercício
(-)	Prejuízos Acumulados
(-)	Provisão para IR
(-)	Participações Estatutárias
(=)	Lucro Líquido do Exercício
(-)	Reserva legal
(+/-)	Reserva para contingência
(+/-)	Reservas de incentivos fiscais
(+/-)	Ajustes de Exercícios Anteriores
(=)	Lucro Líquido Ajustado (LLA)

Quanto ao tratamento contábil e fiscal dos JSCP, são consideradas despesas dedutíveis do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido para a empresa pagadora. Porém, vale trazer que os limites de dedutibilidade como despesa do IR e CSLL, conforme Artigo 347, § 1º do RIR/1999 é 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do período de apuração a que corresponder o pagamento ou crédito dos juros, após a dedução da CSLL e antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros.

Para limite de cálculo do JSCP, deve-se também levar em consideração, para efeito de apuração do IR e CSLL, que o montante é obtido, em princípio, aplicando-se ao valor do patrimônio líquido, subtraídos os valores ainda existentes de Reserva de Reavaliação, um percentual limitado à variação *pro rata* dia da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)¹.

Porém, esta certeza de economia pode não

ocorrer com os acionistas beneficiários dos JSCP, conforme sua natureza jurídica e regime tributário, pois o pagamento de JSCP pode levar maior ônus ao recebedor, conforme seu enquadramento tributário. Pelo pagamento de JSCP, a empresa recebedora deve calcular o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), utilizando uma alíquota de 15%. Esse valor, se pessoa jurídica isenta de impostos ou pessoa física, deve ser considerado como tributação definitiva. Se pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou arbitrado, os JSCP integrarão a base de cálculo do IRPJ. Nesta situação, o IRRF sobre juros será considerado como antecipação do imposto devido no período de apuração, além de incidir a taxa do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) (COLOMBO, 2011).

Se pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o IRRF será considerado como antecipação do imposto devido, e os JSCP deverão ser registrados como receita financeira, integrando a base de cálculo para IRPJ, CSLL, PIS e COFINS. Devem ser considerados também que, quando o acionista for constituído sob a forma de Fundos de Investimentos, Clubes de Investimentos, Carteiras Administradas e qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo, a alíquota de imposto de renda é zero, ou seja, não haverá incidência de IR sobre os JSCP (COLOMBO, 2011)².

Ainda sobre os JSCP, nos termos do inciso IV da Deliberação CVM nº 683/12,

[...] os juros pagos ou creditados, a título de remuneração do capital próprio, somente poderão ser imputados ao dividendo obrigatório (Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, art. 9º, §7º), previsto no art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte.

Voltando-se para o tratamento Contábil dos JSCP dado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos documentos CPC 09 e

¹Para aprofundamento, sugere-se Lagioia, Maciel e Libonati (2008).

²Para aprofundamento, consultar COLOMBO (2011).

Deliberação CVM nº 207/1996, respectivamente, estes versam que os JSCP, mesmo sendo tratados pelo termo “juros” se assemelham aos dividendos, já que configuram distribuição de remuneração do capital próprio da empresa, figuram resultado e não despesa. Além disso, a CVM destaca que o não tratamento dos JSCP como distribuição de resultado prejudicaria a comparabilidade dos resultados das companhias abertas e, com isso, provocaria reflexos nas participações e destinações calculadas sobre o lucro das empresas.

2.30 PAYOUT ESTATUTÁRIO

Como determinado pela Lei das S.A., as empresas devem distribuir um dividendo obrigatório mensurado como *payout*. Para chegar ao *payout* pago pelas empresas, conforme a Lei das S.A., deve-se tomar a razão do total dos dividendos distribuídos, somatório dos JSCP líquido do IRRF e do valor dos dividendos, pelo Lucro Líquido Ajustado, como segue na Equação 1.

$$\text{Payout Distribuído} = \frac{\text{JSCPLíquido} + \text{Dividendos Pagos}}{\text{LLA}}$$

Equação (1)

Onde:

JSCP Líquido – juros sobre capital próprio distribuído descontado o valor do Imposto de Renda Retido na Fonte;

Dividendos Pagos – dividendos distribuídos

LLA – Lucro Líquido ajustado, conforme Tabela 1.

Por sua vez, como há um percentual de *payout* mínimo obrigatório determinado no estatuto social das empresas, entende-se que a análise do pagamento de dividendos deve partir deste parâmetro. Partindo dessa perspectiva, neste estudo, quando a empresa distribui dividendos este pode corresponder a um:

- I. *Payout* Mínimo – equivale ao percentual estabelecido no estatuto social.
- II. *Payout* Incremental – percentual pago acima do estabelecido no estatuto social.
- III. *Payout* Reduzido – quando os dividendos distribuídos estiverem abaixo do estabelecido no estatuto social.

Vale destacar que, anterior a este estudo, tal metodologia de cálculo do *payout* tomando por base a Lei das S.A. foi adotado apenas por Vancin e Procianoy (2014). Além disso, as terminologias de *Payout* Incremental ou Reduzido são exemplos de contribuições deste estudo.

3 METODOLOGIA

3.1 DEFINIÇÃO DA POPULAÇÃO E DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população correspondeu às empresas brasileiras de capital aberto que negociavam suas ações na B3 entre 2002 e 2013 e que estivessem ativas no período de coleta de dados realizado entre junho de 2014 a janeiro de 2015 e que constassem na base de dados Economática®.

Dessas empresas, para compor a amostra final foram retiradas companhias que: (I) não apresentaram informações contábeis, econômicas e financeiras necessárias à formação das variáveis; (II) tiveram ausência de informações sobre sua política e/ou distribuição de dividendos; (III) não foram identificadas informações que possibilitassem a formação da base de cálculo do lucro líquido ajustado; (IV) apresentavam patrimônio líquido negativo.

Vale ainda ressaltar que foram mantidas as empresas do setor de finanças e seguros por não alterar os resultados encontrados. Após as exclusões, seguindo os critérios estabelecidos, foi obtida uma amostra formada por 287 empresas, totalizando 2720 observações, distribuídas entre os anos de 2002 a 2013.

A base de dados do Sistema Economática® foi utilizada para coleta dos dados contábeis e financeiros e de mercado das empresas, com o intuito de chegar aos fatores relacionados ao pagamento de dividendos. As páginas eletrônicas da CVM e da B3 foram utilizadas para acesso aos estatutos sociais, atas de assembleia das empresas estudadas e Demonstrações do Patrimônio Líquido.

3.2 DEFINIÇÃO E OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes utilizadas são dicotômicas, denominadas *PgDiv* e *Payoutl*.

PgDiv - recebe o valor de 1 se a empresa pagou dividendos e 0, caso contrário, e é utilizada para mensurar a probabilidade da empresa pagar dividendos.

Payoutl - recebe o valor de 1 se os dividendos pagos forem incrementais e 0, caso contrário, e é adotada para mensurar a probabilidade da empresa distribuir *payout* incremental.

3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis explicativas referem-se às *proxies* de Rentabilidade, Oportunidade de Crescimento, Ciclo de Vida, Idade, Tamanho, Endividamento, Caixa, Risco, Governança Corporativa e a Recompra de Ações. A seleção das mesmas foi feita a partir da análise das teorias de dividendos e dos estudos anteriores que discutiram os fatores relacionados ao pagamento de dividendos (FAMA; FRENCH, 2001; H. DEANGELO, L. DEANGELO; STULZ, 2006; SKINNER, 2008; DENIS; OSOBOV, 2008; VANCIN; PROCIANOY 2014). Na Tabela 2 estão apresentadas, resumidamente, com seus respectivos indicadores, operacionalização e os estudos que as utilizaram. A utilização do destaque “contribuição deste estudo” refere-se às variáveis que antes não foram utilizadas para avaliar a probabilidade da empresa pagar dividendos. Além dessas, as regressões serão controladas por *dummies* de ano e setor econômico.

3.3 TÉCNICA DE ANÁLISE

Para investigar a relação entre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e o pagamento de *payout* incremental, foi adotada a regressão *logit*, com dados em painel desbalanceado e efeitos aleatórios. Foram tomados os dados em painel pela possibilidade de tipificar respostas de diferentes indivíduos a

acontecimentos e momentos específicos. A estrutura de dados desbalanceados foi adotada pela ausência de diversas informações, haja vista apenas 27 das 287 empresas da amostra final apresentarem todos os dados para os anos do estudo. Já a escolha dos efeitos aleatórios se deu pela inadequação aos efeitos fixos da amostra, pois, quando da adoção dos efeitos fixos, o *software* estatístico excluía as empresas que não apresentaram dados das variáveis em pelo menos oito anos, reduzindo a amostra para 106 empresas.

Quanto à regressão *logit*, é utilizada sob a perspectiva de observar a probabilidade de pagar ou não dividendos e/ou o *payout* incremental. Vale destacar que foi usada por Fama e French (2001) e replicada por H. DeAngelo et al. (2006), Al-Najjar (2009) e Denis e Osobov (2008), porém, diferente deste estudo, utilizaram os dados em *cross-section*.

Após as regressões, para comparação dos modelos foram adotados os critérios de Akaike (AIC), o de informação bayesiana (BIC) e o percentual de classificação correta. Por sua vez, esse percentual de classificação correta avalia a habilidade preditiva da regressão *logit*. Para tanto, é realizada tabulação cruzada das observações do grupo real com o grupo previsto (HAIR et al., 2005).

3.4 MODELOS DE ANÁLISE DOS FATORES DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E DE PAYOUT INCREMENTAL

Neste estudo, as variáveis explicativas são o conjunto de fatores apresentados na Tabela 2, e as variáveis dependentes são a *PgDiv* e a *Payoutl* assumidas como variáveis dicotômicas que mensuram a probabilidade de distribuir dividendos, ou seja, é função de:

Prob. Distribuir Dividendos = *f* (*Rentabilidade; Ciclo de vida; Oportunidade de Crescimento; Idade; Tamanho, Endividamento; Proporção de Caixa; Risco; Concentração Acionária; Governança Corporativa; Recompra de Ações*)

Tabela 2. Resumo das Variáveis.

Variável	Proxy	Operacionalização	Sinal Esperado	Fonte
Rentabilidade	ROA	LL_{it}/AT_{it}	Positivo	Fama e French (2001); H. DeAngelo et al. (2006)
	ROE	LL_{it}/PL_{it}	Positivo	Fama e French (2001); H. DeAngelo et al. (2006)
Oportunidade de Crescimento	VtAt	$\frac{(AT_{it} - PL_{it}) + VMPL_{it}}{AT_{it}}$	Negativo	Fama e French (2001); H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008)
Oportunidade de Crescimento	VarAt	$\frac{AT_{it} - AT_{it-1}}{AT_{it-1}}$	Negativo	Fama e French (2001); H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008).
	Sgr	$\frac{RL_{it} - RL_{it-1}}{RL_{it-1}}$	Negativo	H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008)
Ciclo de Vida	MixPI	$\frac{LR_{it}}{PL_{it}}$	Positivo	H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008).
	MixAt	$\frac{LR_{it}}{AT_{it}}$	Positivo	H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008).
Idade	Idade	Ano _{it} – Ano de fundação	Positivo	Contribuição deste estudo
Tamanho da Empresa	LnAt	LnAt _{it}	Positivo	Fama e French (2001); H. DeAngelo et al. (2006); Denis e Osobov (2008)
Endividamento	Endiv	$\frac{PC_{it} + PNC_{it}}{AT_{it}}$	Negativo	Fama e French (2001)
Caixa	CxAt	$\frac{Cx_{it}}{AT_{it}}$	Positivo	Contribuição deste estudo
Risco	Instrec	$\sigma \left[\sum_{i=1}^n \ln \overline{RL} \right]$	Negativo	Vancin e Procianny (2014)
Concentração Acionária	AcMaj	Variável para identificação do percentual de ações do acionista majoritário	Negativo	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Governança Corporativa	GC	Variável <i>Dummy</i> , recebe o valor de 1 se pertencente a algum nível diferenciado de Governança Corporativa, 0, do contrário	Negativo	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)
Recompra de Ações	recompra	Variável <i>Dummy</i> , recebe o valor de 1 se houve recompra de ações, 0, do contrário	Negativo	Contribuição deste estudo

Onde:

LL – Lucro líquido da empresas;
 AT – Ativo total da empresa;
 PL – Patrimônio líquido da empresa;
 VMPL – Valor de Mercado do Patrimônio Líquido;
 LR – Lucros Retidos
 Ln – Logaritmo natural
 PC – Passivo circulante;
 PNC – Passivo não circulante;
 Cx – Somatório dos valores de Caixa e equivalente a caixa;
 RL – Receita Operacional Líquida;
 i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;
 t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

Dessa forma, com esse modelo, são obtidas as relações econométricas que tornarão possível observar a intensidade das variáveis explicativas adotadas neste estudo na probabilidade de pagamento de dividendos. De forma similar, espera-se que estas mesmas variáveis possam de alguma forma indicar a probabilidade de haver pagamento de dividendos e de *payout* incremental.

Substituindo na função as variáveis pelas *proxies* propostas neste estudo, chega-se a Equação 2.

$$L_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Rent_{it} + \beta_2 Ciclo_{it} + \beta_3 Idade_{it} + \beta_4 Cresc_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_7 CxAt_{it} + \beta_8 Risco_{it} + \beta_9 Acmaj_{it} + \beta_{10} Dgc_{it} + \beta_{11} Drecom_{it} \quad (2)$$

Sendo:

L_{t+1} – Variável dependente que pode assumir o valor de 0 ou 1;
 $Rent_{it}$ – variável de rentabilidade ROA;
 $Ciclo_{it}$ – variável de ciclo de vida *MixPI*;
 $Idade_{it}$ – representa o tempo de vida *idade*;
 $Cresc_{it}$ – variável de crescimento *VarAt*;
 Tam_{it} – tamanho da empresa *tam*;
 $Endiv_{it}$ – endividamento;
 $CxAt_{it}$ – proporção de caixa em relação ao ativo total;
 $Risco_{it}$ – risco da empresa;
 $AcMaj_{it}$ – Apresenta o percentual de concentração acionária do acionista majoritário;

GC_{it} – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa pertencer a algum nível diferenciado de governança corporativa e 0, caso contrário;

$Recompra_{it}$ – variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa tiver realizado recompra e 0, caso contrário;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, t$

Sobre a variável dependente L_{t+1} , no caso de representar a probabilidade de distribuir dividendos, 0 significa que não pagou dividendos e 1 que pagou. Considerando a probabilidade de distribuir *payout* incremental, o L_{t+1} assumirá o valor de 1 quando o pagamento de dividendos estiver acima do estabelecido no estatuto social e 0, do contrário.

A probabilidade de pagar dividendos é mensurada com a amostra completa. Porém, para a probabilidade de haver *payout* incremental, foram utilizadas apenas as empresas que pagaram dividendos, haja vista o objetivo de identificar a relação dos fatores e o pagamento de *payout* incremental.

Vale destacar que foram utilizadas variáveis explicativas defasadas com o intuito de minimizar possíveis problemas de endogeneidade, e pela expectativa de que o desempenho e as decisões dos gestores do período anterior influenciam a disposição da empresa em pagar dividendos incrementais.

Substituindo as *proxies* pelas variáveis explícitas na Tabela 3, levando em consideração que para os indicadores de rentabilidade, de ciclo de vida e de oportunidade de crescimento são adotadas mais de uma *proxy* para testar robustez, foram utilizados 12 variações do modelo proposto conforme Tabela 3. Ressaltando que o modelo A7 é o que elenca as variáveis do modelo de referência a ser estimado.

Tabela 3. Modelos de Regressão.

Variável	Proxy	Modelo											
		A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12
Desempenho	ROE	x	x	x	x	x	x						
	ROA							x	x	x	x	x	x
Oportunidade de Crescimento	VarAt	x			x			x			x		
	VtAt		x			x			x			x	
Ciclo de Vida	Sgr			x			x			x			x
	MixPI	x	x	x				x	x	x			
	MixAt				x	x	x				x	x	x
Idade	Idade	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Endividamento	Endiv	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Proporção de Caixa	CxAt	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Risco	Instrec	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Concentração Acionária	AcMaj	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Governança Corporativa	GC	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Recuperação de Ações	Recupra	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Primeiramente foi realizada a análise da estatística descritiva das variáveis independentes com o intuito de avaliá-las na amostra, identificando valores discrepantes e multicolinearidade. Neste sentido, não foram encontrados problemas de multicolinearidade, haja vista não se ter encontrado correlação maior ou igual do que 0,7, como orientado por Hair et al. (2009).

Dos fatores relacionados à rentabilidade (ROE e ROA), a proxy ROE nos anos de 2003, 2004 e 2007 e 2011 mostrou maiores distâncias entre os valores estatísticos e desvio padrão. Nos demais anos o desvio padrão esteve entre 0,24 e 0,41, e os valores de média e mediana se mostram próximos. O ROA apresenta menores variações entre os anos, se mostrando mais estável do que o ROE, seja por suas médias e medianas estarem mais próximas, seja pelo desvio padrão variar entre 0,15 e 0,57.

Analisando os indicadores de oportunidade de crescimento (*VarAt*, *VtAt*, *Sgr*), a *VarAt* segue um padrão semelhante nos anos estudados com valores próximos de média e mediana e desvio padrão variando entre 0,23 e 0,91. A *VtAt* segue padrões semelhantes entre os anos, com desvio padrão variando entre 0,45 e 1,74 e sem grandes

discrepâncias entre os anos. Por sua vez, a *Sgr* é a que apresenta menor amplitude de desvio, variando entre 0,37 e 0,68.

Comparando os dados estatísticos com as variáveis indicadoras de ciclo de vida, o *MixPI* tem valores próximos de média e mediana em todos os anos e desvio padrão variando entre 0,18 e 0,24. O *MixAt*, apresentou valores estatísticos mais próximos, sem variações significativas entre os anos

As demais variáveis indicadoras de idade, tamanho (*LnAt*), endividamento (*Endiv*), proporção de caixa (*CxAt*), risco (*Instrec*) concentração acionária (*AcMaj*) não apresentaram mudanças significativas entre os anos.

4.2 RESULTADOS ESTIMADOS

Os resultados referentes ao pagamento (ou não) de dividendos e de *payout* incremental são apresentados na Tabela 4 e na Tabela 5, respectivamente. Nestas estão expostos os coeficientes das variáveis, os testes estatísticos e o percentual de classificação correta.

4.2.1 Fatores relacionados ao pagamento de dividendos

Analisando os resultados obtidos para a probabilidade de pagar, ou não, dividendos apresentados na Tabela 4, em relação aos testes estatísticos de Wald e Rho com *p-value* <

0,0001, pode-se dizer que os modelos estão bem ajustados. Analisando a capacidade preditiva, ou seja, a capacidade que o modelo tem de classificar corretamente as empresas pagadoras e não pagadoras, todos os modelos obtiveram percentual de acerto maior do que 82%. Por sua vez, avaliando os modelos de maneira

comparativa, pode-se observar que os coeficientes das variáveis, de forma geral, estão próximos, bem como os percentuais de classificação correta e os valores dos testes AIC e BIC. Essa proximidade de valores, havendo permuta de variáveis, indica robustez e ajustamento do modelo.

Tabela 4. Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de dividendos.

Proxys	Modelos											
	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12
ROE	1,156 ***	1,171 ***	1,076 ***	1,287 ***	1,329 ***	1,199 ***						
ROA							2,811* **	3,997 ***	2,648* **	2,811* **	4,279 ***	2,61** *
VarAt	-0,232			-0,258			-0,243			-0,247		
VtAt		0,099			0,123			0,095			0,100	
Sgr			0,392 6**			0,351 *			0,3467 *			0,335 4*
MixPI	3,468 ***	3,656 ***	3,567 ***				2,776* **	3,081 ***	2,85***			
MixAt				4,653 ***	4,583 ***	4,809 ***				4,246* **	3,771 ***	4,43** *
idade	0,006	0,008 4*	0,006	0,007	0,009 3**	0,007	0,0072 *	0,008 5*	0,0073 *	0,007 9*	0,009 4**	0,008 1*
tam	0,325 6*	0,296	0,315	0,366 8*	0,348 *	0,3625 *	0,161	0,096	0,168	0,251	0,198	0,266
endiv	2,239 ***	2,089 ***	2,192 ***	1,416 **	1,289 *	1,319 **	0,9905 ***	1,049 **	0,9535 ***	0,742 4**	- 0,803	0,679 1**
CxAt	2,921 **	1,554	2,448 **	3,287 ***	1,813	2,837 **	2,633* *	1,116	2,323* *	3,105* **	1,495	2,805* *
Instrec	-0,462	-0,521	-0,429	-0,437	-0,475	-0,409	-0,272	0,305	-0,262	-0,347	0,329	-0,297
AcMaj	0,372	0,180	0,360	0,478	0,282	0,482	0,474	0,346	0,473	0,519	0,420	0,524
gc	0,244	0,203	0,193	0,196	0,147	0,143	0,393	0,373	0,323	0,348	0,304	0,273
recompra constante	0,326	0,424	0,349	0,309	0,392	0,327	0,220	0,304	0,231	0,258	0,309	0,267
	6,765 ***	7,258 ***	7,273 ***	7,276 ***	7,877 ***	7,852 ***	-5,41**	5,561 *	6,122* *	6,313* *	- 6,46**	7,113* **
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim						
Dumy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim						
N. Observ.	1920	1793	1912	1921	1793	1913	2073	1916	2062	2075	1917	2064
Testes Estatísticos												
Wald chi2	150,1 00	136,2 00	150,8 00	143,1 00	131,8 00	144,3 00	139,70 0	123,8 00	141,00 0	138,3 00	124,0 00	140,3 00
p Wald chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rho	0,701	0,714	0,701	0,704	0,710	0,702	0,747	0,778	0,748	0,745	0,770	0,743
p rho	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AIC	1430	1315	1427	1445	1330	1442	1515	1370	1510	1522	1382	1517
BIC	1670	1551	1666	1684	1566	1681	1757	1609	1752	1765	1621	1759
Classificação Correta dos Modelos												
Pagadores	96%	96%	96%	95%	96%	96%	96%	95%	96%	95%	95%	95%
Não Pagadores	67%	68%	66%	71%	73%	70%	65%	64%	65%	66%	66%	65%
Classifica ção	89%	89%	88%	89%	90%	89%	86%	86%	87%	87%	87%	86%

Nota: Para identificação da significância das variáveis tem-se: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

Voltando-se à análise das *proxies*, com relação à rentabilidade, o retorno sobre o ativo (ROA) foi estatisticamente significante e positivo tanto no modelo A7 como nos demais (A8-A12). Nos

modelos A1-A6 o ROA foi substituído pelo ROE. Os resultados se mantiveram estatisticamente significantes e positivos, mostrando, dessa forma, robustez da variável rentabilidade.

Semelhante ao Fama e French (2000), H. H. DeAngelo et al. (2006), Denis e Osobov (2008), por esses resultados, tem-se que empresas mais rentáveis e, assim, com melhor rentabilidade, têm maior probabilidade de pagar dividendos. Também vale destacar que esses resultados são presumíveis pelo pagamento dos dividendos estarem condicionados à existência de lucros na empresa, conforme a Lei n. 6.404 (1976).

Já a variável de oportunidade de crescimento foi significativa apenas para a *proxy Sgr*, mas não confirmou sua robustez quando houve adoção das *VarAt* e *VtAt*. Porém, vale ressaltar que, pela *Sgr*, empresas com maior oportunidade de crescimento, são mais propensas a pagar dividendos, indicando que empresas que obtêm maior receita em relação ao ano anterior tendem a pagar dividendos. Essa relação pode ser justificada pela relação da receita com a ocorrência de lucros, que, por sua vez, é determinante para o pagamento de dividendos.

Quanto ao tamanho das empresas (*tam*), que foi utilizada como *proxy* o logaritmo natural do Ativo, não foi obtido resultados estatisticamente significantes no modelo base (A7), assim como nos que utilizam o ROA. Quando da utilização do ROE, foi alcançado valores estatisticamente significantes nos modelos A1 e A4, que também adotou a *proxyVtAt* como oportunidade de crescimento.

Por sua vez, a variável de endividamento foi estatisticamente significativa e, como esperado, com sinal negativo, indicando que empresas menos endividadas são mais propensas a pagar dividendos, como observado por Vancin e Procianny (2014). Esses resultados também podem estar relacionados aos lucros, haja vista que maiores endividamentos tendem a levar a maiores despesas financeiras, redutoras de lucros.

Quanto à proporção de caixa (*CxAt*), os resultados foram significantes e positivos tanto para o modelo A7 como para os demais, apontando que empresas com maior proporção de caixa em relação ao ativo total, possuem maior probabilidade de pagar dividendos. Esses resultados podem indicar a necessidade de

redução de caixa para combater conflitos de agência.

Em relação às variáveis, concentração acionária, risco, governança corporativa e recompra de ações não foram obtidos resultados estatisticamente significantes.

Dessa forma, os resultados indicam que empresas mais rentáveis, mais maduras, com maior oportunidade de crescimento, mais antigas e com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de pagar dividendos, e que empresas mais endividadas são menos prováveis de pagá-los.

4.2.2 Fatores relacionados ao pagamento de *payout* incremental

Seguindo metodologia semelhante à análise das pagadoras de dividendos, passa-se à análise dos fatores relacionados ao pagamento de *payout* incremental, apresentados na Tabela 5. Ressaltando que foram retiradas da amostra as empresas que não distribuíram dividendos. Conforme dados da referida Tabela, todos os modelos foram estatisticamente significantes e para a capacidade preditiva dos modelos foi alcançado um percentual de classificação correta maior do que 84%. Pela avaliação comparativa dos modelos, os coeficientes das variáveis estão próximos, bem como os percentuais de classificação correta e os valores dos testes AIC e BIC, indicando robustez e ajustamento dos modelos.

Partindo-se à análise das variáveis do modelo A7, foram significantes os resultados para as variáveis de rentabilidade (ROA), de oportunidade de crescimento (*VarAt*), de proporção de caixa (*CxAt*), de concentração acionária (*AcMaj*) e de governança corporativa (GC).

Dessas, a *proxy* de rentabilidade ROA foi positiva e significativa, indicando que empresas mais rentáveis tinham maior probabilidade de pagamento de *payout* incremental. Analisando sua robustez, ela se manteve estatisticamente significantes e positiva em todos os modelos em

que foi utilizada. Isso indica que, além da rentabilidade ser indicativo de pagamento de dividendos, por sua relação com o lucro, também é indicativo de distribuição de *payout* incremental.

A variável de oportunidade de crescimento, foi apenas estatisticamente significativa para a *VarAt*, cujo sinal foi negativo, o que sugere que empresas com maiores oportunidades de crescimento são menos prováveis de distribuir dividendos incrementais. Esse resultado pode indicar que o lucro excedente aos dividendos mínimos são retidos na empresa para sua expansão.

Quanto à variável de caixa, foi estatisticamente significativa e positiva no modelo A7 e nos demais modelos, confirmando o pressuposto de que empresas com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de pagar *payout* incremental.

A concentração acionária, mensurada pelo percentual de ações possuído pelo acionista majoritário, também foi estatisticamente significativa, mas com sinal positivo. Este resultado é oposto ao preconizado pela teoria, pois indica que quanto maior o percentual de ações do acionista majoritário mais provável de haver distribuição de *payout* incremental. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) haviam encontrado uma relação negativa entre a concentração acionária e o pagamento de proventos.

Nessa mesma perspectiva, está a variável *dummy* que indica que a empresa pertence a grupo diferenciado de governança corporativa da B3. Ela foi estatisticamente significativa e apresentou sinal positivo. Assim, empresas pertencentes a níveis diferenciados de Governança Corporativa, ou seja, com menos assimetria informacional, têm maior probabilidade de distribuir dividendos. Este achado contrapõe estudo anterior de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e de Silva, Galvão, Santos e Souza (2015) em que foi encontrado que empresas com menores níveis de governança corporativa tendem a pagar maiores dividendos.

Diante do contexto que empresas pertencentes a níveis diferenciados de Governança Corporativa e com maior Concentração Acionária de Ações Ordinárias têm maior probabilidade de distribuir *payout* incremental, oposto ao esperado, constrói-se a perspectiva dessa prática buscar combater conflitos de agência. Valendo-se que este ponto de vista pode ser fortalecido por empresas de maior proporção de caixa também terem maior probabilidade de distribuírem dividendos incrementais, também indicativo de combate a conflitos de agência.

Com isso, os resultados indicam que, das empresas que distribuíram dividendos, as que apresentam maior rentabilidade, maior proporção de caixa em relação ao ativo, cujo acionista majoritário possui maior percentual de ações ordinárias e as que participam nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, têm maior probabilidade de distribuir *payout* incremental, e as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm menor probabilidade de distribuir *payout* incremental.

5 CONCLUSÕES

Para investigar a probabilidade de haver relação entre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e ao pagamento de *payout* incremental, foi realizada regressão logística com dados em painel desbalanceado. Para tanto, foram utilizadas variáveis de rentabilidade, oportunidades de crescimento, ciclo de vida, idade, tamanho, endividamento, proporção de caixa em relação ao ativo total, risco, concentração acionária, governança corporativa e recompra de ações.

Quanto aos modelos que avaliaram a probabilidade de pagar dividendos, foi obtida uma capacidade preditiva acima de 87%. Conforme avaliação dos fatores, os resultados indicam que empresas mais rentáveis, com maior oportunidade de crescimento, mais maduras, mais antigas e com maior proporção de caixa têm maior probabilidade de distribuir dividendos. Por outro lado, empresas mais endividadas têm menor probabilidade de pagá-los.

Tabela 5. Resultados da regressão logística dos modelos de pagamento de *payout* incremental.

Proxys	Modelos												
	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10	A11	A12	
ROE	0,5969	0,7347*	0,4676	0,5717	0,7085*	0,4486							
ROA							1,894**	2,494**	1,413*	1,745**	2,337**	1,268*	
VarAt	-0,7485***			-0,7463***			-0,856***			-0,8424***			
VtAt		-0,0178			-0,0173			-0,0317			-0,0361		
Sgr			-0,0871			-0,0877			-0,1089			-0,1054	
MixPI	0,1738	0,2217	0,2292				-0,0120	0,0098	0,0872				
MixAt				0,5090	0,6378	0,5651				0,4705	0,5959	0,6239	
Idade	-0,0029	-0,0028	-0,0026	-0,0031	-0,0030	-0,0028	-0,0031	-0,0029	-0,0026	-0,0034	-0,0033	-0,003	
Tam	-0,0945	-0,1088	-0,1324	-0,0912	-0,1042	-0,1285	-0,1506	-0,1907	-0,1917	-0,1417	-0,1798	-0,1785	
Endiv	-0,3400	-0,4420	-0,3942	-0,1771	-0,2348	-0,2171	0,4552	0,5319	0,3590	0,5267	0,6306	0,4564	
CxAt	3,036***	2,189**	2,794***	3,045***	2,196**	2,805***	3,126***	2,067**	2,818***	3,121***	2,086**	2,825***	
Instrec	-0,0567	-0,1793	-0,3219	-0,0548	-0,1795	-0,3184	0,0840	-0,0334	-0,1243	0,0936	-0,0312	-0,1138	
AcMaj	0,6869	0,9147**	0,7066*	0,6813	0,9066**	0,7025	0,7221*	0,9796**	0,7316*	0,7065*	0,9627**	0,7159*	
Gc	0,5588**	0,4647*	0,5216**	0,5621**	0,4668*	0,5231**	0,5895**	0,4938*	0,5509**	0,5962**	0,5022*	0,5546**	
Recompra	0,0027	0,0534	0,0427	0,0019	0,0528	0,0417	0,0012	0,0452	0,0456	-0,0008	0,043	0,0433	
Constante	1,8970	2,4370	2,3190	1,7920	2,2940	2,2060	2,1460	2,9200	2,6020	2,0020	2,731	2,408	
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	
Dummy Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	
N. Observ.	1439	1360	1432	1440	1360	1433	1452	1370	1445	1453	1370	1446	
Testes Estatísticos													
Wald chi2	70,170	58,370	63,530	70,300	58,520	63,640	73,970	60,130	65,450	74,090	60,240	65,720	
p Wald chi2	0,003	0,038	0,014	0,003	0,037	0,013	0,001	0,027	0,009	0,001	0,027	0,009	
Rho	0,384	0,410	0,390	0,386	0,412	0,392	0,376	0,410	0,383	0,379	0,413	0,387	
p Rho	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
AIC	1563	1481	1563	1563	1481	1563	1568	1485	1571	1568	1485	1570	
BIC	1790	1706	1790	1789	1705	1790	1795	1710	1798	1795	1709	1797	
Classificação Correta dos Modelos													
Pagadores	94%	94%	95%	94%	94%	95%	95%	94%	95%	94%	94%	95%	
Não Pagadores	76%	77%	78%	75%	77%	77%	76%	78%	79%	75%	78%	78%	
Classificação	88%	89%	89%	88%	89%	89%	89%	88%	90%	88%	88%	90%	

Nota: Para identificação da significância das variáveis tem-se: * p<,1; ** p<,05; *** p<,01.

Os resultados, como esperado, indicam relação do pagamento de dividendos com variáveis provenientes de lucros, o que é esperado haja vista determinação legal de distribuição de dividendos pela sua existência.

Sobre os resultados da regressão logística para pagamento de *payout* incremental, foi obtida uma capacidade preditiva maior que 88%. As variáveis que foram estatisticamente significantes foram as relativas a rentabilidade, a oportunidade de crescimento, a proporção de caixa em relação ao ativo, a concentração acionária e a governança corporativa. Assim, das empresas que distribuíram dividendos, as que apresentam maior rentabilidade, maior proporção de caixa, cujo acionista majoritário possui maior percentual de ações ordinárias e as que participam dos níveis diferenciados de governança corporativa têm maior probabilidade de distribuir *payout* incremental. Já as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm menor probabilidade de distribuir *payout* incremental. Nesse contexto, sugere-se que o pagamento de *payout* incremental tem como objetivo a redução do conflito de agência, haja vista que três das variáveis que se apresentaram significativas são direcionadas a este aspecto, ou seja, concentração acionária de ações ordinárias, pertencer aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 e possuir maior proporção de caixa em relação ao ativo.

Ainda cabe apontar algumas limitações da pesquisa assim como sugestões de estudo futuros. A principal limitação deste estudo foi a ausência e/ou a falta de padronização das informações sobre a política de distribuição de dividendos nas atas de assembleia, principalmente nos anos anteriores a 2009. Essa limitação pode ter levado a erros de interpretação.

Como sugestão de estudos futuros, recomenda-se o aprofundamento e investigação de metodologias para avaliar a possibilidade de melhor ajustamento dos dados e possibilitar a adoção de outras variáveis não testadas como a taxa Selic. Sugere-se também aprofundamento das especificidades legais que afetem a política e distribuição de dividendos, e que, a partir de

então, possam ser rediscutidas as teorias de dividendos no mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

AIVAZIAN, V., BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from u.s. firms? **Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, p. 371-387. 2003.

AL-MALKAWI, RAFFERTY; PILLAI. Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. **Euro Journal**, v. 9, p. 171-200. 2010.

AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, p.182 - 197. 2009.

AMBROZINI, M. A. **Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. 2011. Tese (Doutorado em Ciências) - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.

BATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand fallacy'. **Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270. 1979.

COLOMBO, J. **Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição do valor**. 2011.f. 114. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2011.

DEANGELO, H.; DEANGELO L.; STULZ R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 227-254. 2006.

DÉCOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grade do Sul. 2009.

DÉCOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na B3: Survey com CFOs.

Revista Brasileira de Finanças (Online), v. 10, n.4, p. 461-498. 2012.

BRASIL. Decreto n.º 3000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de qualquer natureza. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 mar.1999. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm. Acesso em: 28 jun. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Deliberação CVM n. 207, de 13 de dezembro de 1996**. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei n 9.249/1995. Brasília, DF. 1996. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli207.html>. Acesso em: 20 mai. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Deliberação CVM n. 683, de 30 de agosto de 2012**. Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos. Brasília, DF. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli683.html>. Acesso em: 21 jan. 2016.

DENIS, D.; STEPANYAN, G. Factors Influencing Dividends. *In*: BAKER, H. K. (ed.). **Dividends and Dividend Policy**. cap. 4, p. 55-69. Hoboken: John Wiley; Sons, Inc. 2009.

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

EASTERBROOK, F. H. Two Agency Costs Explanations of Dividends. **American Economic Review**. v. 74, n. 4, p. 650-659. 1984.

ELTON, E.; GRUBER, M. Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. **Review of Economics and Statistics**, Harvard. v. 52, p. 68-74. 1970.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity

to pay? **Journal of Financial Economics**. v. 60, n. 1, p. 3-44. 2001.

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

HAIR J. F.; ANDERSON, R. E.,; TATHAM, R. L.; BLACK W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman. 2005.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. *In*: XXVII Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação, 2003, Atibaia, SP. **Anais[...]**. Atibaia: ANPAD. 2003.

HO, S. K.; WU, C. The earnings information content of dividend initiation and omissions. **Journal of Business Finance Accounting**. v. 28, n. 7, p. 963-977. 2003.

IQUIAPAZA, R. A., LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa. *In*: XXX Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação, 2006, Salvador, BA. **Anais [...]**. Salvador: ANPAD. 2006.

LAGIOIA, U. C. T.; MACIEL, C. V.; LIBONATI, J. J. Aspectos pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. *In*: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008, Gramado - RS. **Anais[...]**. Gramado: CFC, 2008.

BRASIL. Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm. Acesso em: 26 jan. 2016.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 16 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**. v. 46, n. 2, p. 97-113. 1956.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of business**, v. 34, p. 411-33. 1961.

OMRAN, M.; POINTON, J. Dividend policy, trading characteristics and share prices: Empirical evidence from Egyptian firms. **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, v. 17, n. 2, p. 121-133. 2004.

RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: Evidências empíricas para empresas não-financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Brasileira e Portuguesa de Gestão**, jan./jun., v. 9, n. 1-2, p.15-25. 2010.

SILVA, M. C. C.; GALVÃO, K. S.; SANTOS, J. F.; SOUZA, B. C. Política de dividendos: Análise das empresas que compõem os índices amplo, setorial e de governança da BM&F BOVESPA de 2010 a 2012. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, p. 1-29. 2015.

SILVEIRA, A., Di M.; BELLATO, L. L. N. Influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. *In:VI Encontro Brasileiro de Finanças*, Vitória – ES, 2006, **Anais [...]**. Vitória: SBF, 2006.

SKINNER, D. J. The evolving relation between earnings, dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**. v. 87, p. 582-609. 2008.

VANCIN, D.; PROCIANOY, J. L. Dividendos: A vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. *In: XIV Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro – RJ, 2014, **Anais [...]**. Recife: SBF, 2014.

Endereço dos Autores:

Rua Couto Magalhães, 395, ap. 201
Rosarinho
Recife – PE - Brasil
52041-335