



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
PROGRAMA DE POS-GRADUACAO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA**

JOSÉ WELLINGTON BRANDÃO

**DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE DA
EMPRESA BRASILEIRA**

**FORTALEZA
2020**

JOSÉ WELLINGTON BRANDÃO

**DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE DA
EMPRESA BRASILEIRA**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Doutor em Administração e Controladoria. Área de concentração: Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

FORTALEZA
2020

JOSÉ WELLINGTON BRANDÃO

**DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE DA
EMPRESA BRASILEIRA**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Doutor em Administração e Controladoria. Área de concentração: Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

Aprovada em: ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador)
Universidade Federal do Ceará

Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte
Universidade Federal do Ceará

Profa. Dra. Sandra Maria dos Santos
Universidade Federal do Ceará

Prof. Dr. Heber José de Moura
Universidade Federal do Ceará (UNIFOR)

Profa. Dra. Ângela Cristiane Santos Póvoa
Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR)

FORTALEZA
2020

A Deus.

Aos meus pais, João Augusto (*in memoria*) e Maria de Lourdes.

A minha esposa Vanuza, que tanto me incentiva, e meus filhos Ingrid, Yuri e Yago.

AGRADECIMENTOS

À Petrobras.

Ao Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo, pela paciência e zelo nas orientações. Foi incansável no intuito de melhorar continuamente o conteúdo, me motivando a perceber que a qualidade deve sempre estar em primeiro plano.

Aos professores participantes da Banca examinadora Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte, Profa. Dra. Sandra Maria dos Santos, Prof. Dr. Heber José de Moura e Profa. Dra. Ângela Cristiane Santos Póvoa pelas sugestões de melhorias fundamentais para o sucesso da pesquisa.

Ao colega Prof. Dr. Isac de Freitas Brandão pela valiosa contribuição do CGIndex, indicador de qualidade da Governança Corporativa, utilizado nos testes de hipóteses e muitas sugestões de melhorias para a tese como um todo.

Ao colega Msc. Bruno Goes pelas valiosas sugestões de melhorias para a Tese.

Às equipes do PET e PIBIC que participaram da coleta de dados de governança corporativa para elaboração do CGIndex.

Aos colegas da turma do doutorado, pelas reflexões, críticas e sugestões recebidas.

À minha esposa que me creditou mais tempo à pesquisa quando cuidou com esmero da nossa família.

"Você é aquilo que pensa com fervor."

(Autor desconhecido)

RESUMO

As decisões de investimento e financiamento são relevantes para a empresa no sentido de estarem associadas ao crescimento da mesma. A distribuição de lucros é outra importante decisão da empresa que está no cerne da relação da empresa com o acionista. Distintas teorias têm sugerido motivações para uma maior ou menor remuneração ao acionista através da política de dividendos, bem como sugerido os possíveis atributos da empresa que podem estar associados a este nível de repartição de dividendos. Este trabalho tem como objetivo analisar a política de distribuição de dividendos da empresa brasileira sob a óptica da Teoria da Agência, ao considerar os possíveis efeitos dos determinantes da política de dividendos, em especial, a governança corporativa. Espera-se que a governança corporativa seja capaz de reduzir conflitos de agência entre acionistas e gestores. Neste contexto, a remuneração adequada ao acionista é relevante, sempre se observando o balanceamento com outras políticas da empresa. A amostra é um painel de dados composto por 936 observações anuais de 132 empresas, no período de 2010 a 2017, a partir de dados coletados no sistema Economatica de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, e de dados do formulário de referência das empresas disponibilizados pela CVM. O trabalho também utiliza dados primários, com a aplicação de questionários e entrevistas com executivos de empresas. O estudo empírico, com base em métodos econométricos, apresenta resultados que indicam uma tendência a uma substituição da fragilidade na estrutura de governança corporativa pela melhor remuneração de dividendos (*substitute model*) ao observar-se um efeito inverso da governança corporativa sobre o nível de distribuição de dividendos. A partir das entrevistas e questionários, com a análise de conteúdo via Atlas.ti, verificou-se que, sob a óptica dos executivos, há uma relação entre governança corporativa e política de dividendos. Adicionalmente, observou-se que os executivos consideram mais oportuno alocar o excedente de lucro em projetos lucrativos, para geração de valor ao negócio, que pagar dividendos. Esta tese busca apresentar uma contribuição acadêmica ao investigar os determinantes do pagamento de dividendos por meio de metodologia quantitativa e qualitativa, ampliando o espectro de coleta e tratamentos de dados. Apresenta-se também como contribuição o teste e aceitação da hipótese *substitute model*, a partir do CGIndex, para estudos que envolvem pagamento de dividendos de empresas brasileiras.

Palavras chaves: Pagamento de dividendos, Determinantes e *Substitute Model*.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação

Universidade Federal do Ceará

Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

B818d Brandão, José Wellington.
DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE DA EMPRESA
BRASILEIRA / José Wellington Brandão. – 2021.
262 f. : il.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária,
Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2021.
Orientação: Prof. Dr. VICENTE LIMA CRISOSTOMO.

1. Pagamento de dividendos. 2. Determinantes. 3. Substitute Model. I. Título.

CDD 658

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Leis que abordam aspectos da distribuição de lucros.....	10
Quadro 2 - Teorias relacionadas aos dividendos	25
Quadro 3 - Linha do Tempo – Dividendos x Teorias Relacionadas.....	27
Quadro 4 – Trabalhos sobre Governança Corporativa, como Indicador global, e dividendos	34
Quadro 5 – Trabalhos sobre aspectos específicos da Governança Corporativa e Dividendos.....	34
Quadro 6 - Literatura que aborda Outcome Model.....	37
Quadro 7 - Literatura que aborda o Substitute Model	40
Quadro 8 - Variáveis utilizadas neste estudo.....	60
Quadro 9 – Empresas e funções dos entrevistados	109
Quadro 10 - 12 questões ou temas que sintetizam as 27 perguntas	127
Quadro 11 - Apreciação dos resultados da pesquisa quantitativa e qualitativa	140

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema das metodologias utilizadas	57
Figura 2 - Nuvem de palavras das perguntas de Lintner (1956)	90
Figura 3 - Nuvem de palavras das respostas das entrevistas	120
Figura 4 - Nuvem de palavras das perguntas com foco em governança	124
Figura 5 - Nuvem de palavras das respostas com foco em governança	125
Figura 6 - Respostas sobre Padrão de dividendos	128
Figura 7 - Respostas sobre Projetos promissores	130
Figura 8 - Respostas sobre Teoria da Sinalização	131
Figura 9 - Respostas sobre Lucro e Dividendo	132
Figura 10 - Respostas sobre Alavancagem	132
Figura 11 - Respostas sobre Valor da Empresa	133
Figura 12 - Respostas sobre Tributação, Ganho de capital e Teoria da agência	134
Figura 13 - Códigos das perguntas da 2ª rodada do questionário	135
Figura 15 - 1ª Pergunta do 2º questionário	135
Figura 16 - 2ª Pergunta do 2º questionário	136
Figura 17 - 3ª Pergunta do 2º questionário	137

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- % de empresas da BM&FBOVESPA que distribuíram Dividendos- 2003 a 2014	12
Gráfico 2 - Evolução do pagamento de dividendos no Brasil	14
Gráfico 3 - <i>Dividend Yield & Payout</i>	47
Gráfico 4 – Questionário - Resposta questão 1	92
Gráfico 5 - Questionário - Resposta questão 2	93
Gráfico 6 - Questionário - Resposta questão 3	94
Gráfico 7 - Questionário - Resposta questão 4	95
Gráfico 8 - Questionário - Resposta questão 5	96
Gráfico 9 - Questionário - Resposta questão 6	96
Gráfico 10 - Questionário - Resposta questão 7	97
Gráfico 11 - Questionário - Resposta questão 8	98
Gráfico 12 - Questionário - Resposta questão 9	98
Gráfico 13 - Questionário - Resposta questão 10	99
Gráfico 14 - Questionário - Resposta questão 11	99
Gráfico 15 - Questionário - Resposta questão 12	100
Gráfico 16 - Questionário - Resposta questão 13	100
Gráfico 17 - Questionário - Resposta questão 14	101
Gráfico 18 - Questionário - Resposta questão 15	102
Gráfico 19 - Questionário - Resposta questão 16	102
Gráfico 20 - Questionário - Resposta questão 17	103
Gráfico 21 - Questionário - Resposta questão 18	103
Gráfico 22 - Questionário - Resposta questão 19	104
Gráfico 23 - Questionário - Resposta questão 20	104
Gráfico 24 - Questionário - Resposta questão 21	105
Gráfico 25 - Questionário - Resposta questão 22	105
Gráfico 26 - Questionário - Resposta questão 23	106
Gráfico 27 - Questionário - Resposta questão 24	106
Gráfico 28 - Questionário - Resposta questão 25	107
Gráfico 29 - Questionário - Resposta questão 26	108
Gráfico 30 - Questionário - Resposta questão 27	108

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - % de dividendos + Juros Sobre Capital Próprio do lucro líquido - 2018	14
Tabela 2 - Payout das empresas brasileiras e americanas	15
Tabela 3 - Empresas por ano	73
Tabela 4 - Setores	73
Tabela 5 - Empresas que pagaram dividendos	74
Tabela 6 - Movimento de Dividendos	75
Tabela 7 - Nível de Governança Corporativa	75
Tabela 8 - Pagamento de dividendos x Nível de Governança	75
Tabela 9 - Nível de governança x Movimento de dividendos	76
Tabela 10 - Descritivo dos dividendos	77
Tabela 11 - Descritivo das variáveis explicativas	77
Tabela 12 - Correlação entre as variáveis dos modelos	79
Tabela 13 – Modelos que aproximam a qualidade da governança corporativa através do índice	81
Tabela 14 – Modelos que aproximam a qualidade da governança corporativa através da presença no segmento de negociação “Novo Mercado”	83
Tabela 15 – Modelos que consideram práticas de governança corporativa específicas	86
Tabela 16 - Perfil das empresas respondentes	91
Tabela 17 - Perfil dos respondentes	91
Tabela 18 - Empresas dos entrevistados	109
Tabela 19 - Síntese dos resultados das entrevistas/questionários	120
Tabela 20 - Estatística descritiva das 27 perguntas do questionário	121
Tabela 21 – Média das 27 perguntas, Variável relacionada e confronto do efeito com a Literatura	122

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
1.1 <i>Problemática</i>	2
1.2 <i>Questão de pesquisa</i>	4
1.3 <i>Objetivos</i>	6
1.3.1 <i>Objetivo Geral</i>	6
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i>	7
1.4 <i>Justificativa</i>	7
2 PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NO BRASIL	9
2.1 <i>Legislação</i>	9
2.1.1 <i>Dividendos</i>	9
2.1.2 <i>Juros Sobre Capital Próprio</i>	10
2.2 <i>Pesquisas brasileiras anteriores sobre dividendos</i>	11
2.3 <i>Perfil de pagamento de dividendos da empresa brasileira</i>	12
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DE PESQUISA	16
3.1 <i>Política de Dividendos</i>	16
3.2 <i>Teorias sobre a Política de Dividendos</i>	17
3.2.1 <i>Teoria da agência</i>	18
3.2.2 <i>Arcabouço teórico adicional sobre dividendos</i>	20
3.2.3 <i>Pesquisas nacionais e internacionais anteriores sobre dividendos</i>	26
3.3 <i>Fatores moderadores da Política de dividendos</i>	29
3.3.1 <i>Governança Corporativa</i>	31
3.3.2 <i>Substitute e Outcome model</i>	35
3.3.3 <i>O pagamento pretérito de dividendos</i>	42
3.3.4 <i>O investimento</i>	43
3.3.5 <i>A rentabilidade</i>	44
3.3.6 <i>As oportunidades de crescimento</i>	46
3.3.7 <i>A concentração de propriedade</i>	48
3.3.8 <i>O tamanho da empresa</i>	51
3.3.9 <i>A alavancagem</i>	52
4 METODOLOGIA	55
4.1 <i>Econometria</i>	57
4.1.1 <i>Dados em Painel</i>	58
4.1.2 <i>Métodos Econométricos</i>	58
4.1.3 <i>Modelos econométricos</i>	60
4.2 <i>Entrevistas e Questionários</i>	66
5 RESULTADOS	72
5.1 <i>Estatística descritiva e inferencial</i>	72
5.1.1 <i>Amostra</i>	72

5.1.2	Determinantes da política de dividendos	80
5.2	<i>Entrevistas e questionários</i>	89
5.2.1	Análise das respostas – Questionários	90
5.2.2	Análise das respostas – Entrevistas	109
5.2.3	Análise das respostas – Questionário com foco em Governança	124
5.2.4	Análise de Conteúdo das entrevistas– Atlas.ti	126
5.2.5	Análise de Conteúdo do 2º questionário – Atlas.ti	134
5.3	<i>Paralelo entre pesquisa quantitativa e qualitativa</i>	137
5.3.1	Relacionamento dos resultados	137
6	CONCLUSÕES	141
7	REFERENCIAIS	145
8	ANEXOS	157
8.1	<i>Modelos de avaliações de Governança de pesquisas anteriores</i>	157
	Anexo 1 - Avaliação da Governança por Gompers, Ishii e Metrick, 2003	157
	Anexo 2 - Avaliação da Governança por Bebchuk, Colien e Ferrel, 2009	159
	Anexo 3 - Avaliação da Governança por Brandão e Crisóstomo, 2015	161
8.2	<i>Avaliação de Governança desta pesquisa</i>	163
	Anexo 4 - Avaliação de Governança esta pesquisa	163
8.3	<i>Pesquisas brasileiras com aplicações de questionários</i>	167
	Anexo 5 - Questionário de Araújo (1996)	167
	Anexo 6 - Questionário de Ambrozini (2011)	169
	Anexo 7 - Questionário de Santi (2014)	173
	Anexo 8 – Questionário de Fernandez (2017)	176
8.4	<i>Pesquisas internacionais com aplicações de questionários</i>	178
	Anexo 9 – Questionário de Lasfer (1997)	178
	Anexo 10 – Questionário de Dong, Robinson e Veld (2005)	180
	Anexo 11 – Questionário de Robinson (2006)	183
	Anexo 12 – Questionário de McCluskey, Burton e Power (2007)	184
	Anexo 13 – Questionário de Baker, Dutta e Saadi (2008)	185
	Anexo 14 - Questionário de Baker et al. (2013)	187
	Anexo 15 – Questionário de Khan, Burton e Power (2013)	188
	Anexo 16 – Questionário de Baker e Kapoor (2015)	189
	Anexo 17 – Questionário de Turquia, Baker e Kilincarslan (2018)	192
8.5	<i>Sugestões de questionários para esta pesquisa</i>	193
	Anexo 18 – Questionário baseado nas pesquisas anteriores nacionais e internacionais	193
8.8	Variáveis de estudos anteriores	198
	Anexo 33 – Variáveis dependentes e independentes de estudos anteriores	198
9	APÊNDICES	204
	Apêndice 1 – Modelo final de questionário para esta pesquisa – Baseado em Lintner 1969	204
	Apêndice 2 – Segundo modelo de questionário para esta pesquisa – Foco Governança	207
9.1	<i>Transcrição das respostas dos entrevistados</i>	208
	Apêndice 3 – Empresa E1	208
	Apêndice 4 – Empresa E2	215
	Apêndice 4 – Empresa E3	225

9.2 <i>Transcrição das respostas do questionário com foco em Governança</i>	236
Apêndice 5 – Empresa E1.....	236
Apêndice 6 - Empresa E2	236
Apêndice 7 – Empresa E3.....	236
Apêndice 8 – Empresa Q1.....	236
Apêndice 9 – Empresa Q2.....	238
Apêndice 10 – Empresa Q3.....	239
Apêndice 11 – Empresa Q4.....	240
Apêndice 11 – Empresa Q5.....	243
Apêndice 12 – Empresa Q6.....	244
Apêndice 13 – Empresa Q7.....	246

1 INTRODUÇÃO

Na sociedade dos dias atuais a maioria dos processos produtivos é realizada no interior das organizações. Em geral, as organizações são sistemas de elevada complexidade. O avanço da ciência e tecnologia tem contribuído para a melhoria destes processos e tem ajudado a lidar com a referida complexidade. O processo de tomada de decisão é fundamental para o sucesso dos negócios. Neste contexto, o homem precisa tomar decisões em tempo recorde e considerando um elevado número de informações. A maioria das decisões de uma empresa é contextualizada em termos financeiros. Portanto, a administração financeira desempenha um importante papel no processo de tomada de decisão empresarial (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

As empresas investem em ativos na expectativa de gerar fluxo de caixa e lucros (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013), decidindo sobre alternativas de investimentos, financiamentos e remuneração dos acionistas. As decisões de investimentos dizem respeito às aplicações em ativos para gerar resultados para o negócio, portanto, destino dos recursos. As decisões de financiamentos estão relacionadas às origens dos recursos, que podem ser capital próprio ou capital de terceiros (MÁLAGA, 2012). A remuneração dos acionistas ocorre principalmente por dividendos ou ganhos de capital. Além do pagamento de dividendos a recompra de ações é outra forma de retorno aos acionistas (DAMODARAN, 2004).

O processo de tomada de decisão, que envolve o pagamento de dividendos, constitui um aspecto organizacional denominado política de dividendos. As empresas tendem a manter suas políticas de dividendos ao longo do tempo, quanto ao montante de recursos pagos e a frequência de pagamento. A literatura vem apontando evidências da manutenção ou persistência do pagamento de dividendos. Ou seja, os gestores relutam em aumentar, reduzir ou cancelar o montante de dividendos pagos. Os gestores consideram que os acionistas preferem a previsibilidade do pagamento (DAMODARAN, 2004).

A política de dividendos é assunto controverso, e desde a década de 60 busca-se explicações, mas mostram-se ainda inconclusivas. Espera-se contribuir com estas explicações, apresentando mais reflexões, em especial quanto aos aspectos da Governança Corporativa, na tentativa de mitigar o sentido inconclusivo e controverso que ainda permeia o tema. Concorrem para este intuito de elucidação as teorias relacionadas à política de dividendos, como a teoria da agência, da sinalização, trade off, relevância e irrelevância dos dividendos, *pecking order*, dentre outras.

Uma das teorias que tem merecido destaque da literatura, que trata sobre dividendos, é a teoria da agência. A teoria da agência é a base teórica desta pesquisa. As hipóteses *outcome model* e o *substitute model*, sensíveis às questões de governança corporativa, com suporte da teoria da agência, serão as principais hipóteses verificadas (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; AOKI, 2014; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2012; JONH, KNYAZEVA e KNYAZEVA, 2015; ESQUEDA, 2016; SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017).

A Teoria da Agência aborda um conjunto de conflitos que podem surgir entre acionistas e gestores, acionistas majoritários e minoritários, bem como com credores da empresa. Por exemplo, a Teoria da Agência prevê que o gestor poderá incorrer em risco moral, e desta forma, eventualmente, tomar decisões alinhadas com seus próprios interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas. Esta realidade faz surgir a necessidade de controles sobre a direção da empresa consubstanciados no sistema de Governança Corporativa que, em última análise, visa a proteger os interesses dos proprietários da empresa.

1.1 Problemática

As relações conduzidas pelos agentes que detêm a propriedade e aqueles responsáveis pela gestão/direção da empresa e a necessidade de implementação de controles faz surgir custos que são de responsabilidade dos acionistas. A teoria da agência trata dos custos que surgem desta relação (JENSEN e MECKLING, 1976). Os custos que envolvem o controle por parte do acionista, com relação às ações dos agentes, e outros custos que, de alguma forma, irão mitigar as ações equivocadas dos agentes, que muitas vezes agem em benefício próprio, são denominados de custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; DAMODARAN, 2004).

Pagar dividendos para diminuir o fluxo de caixa livre ao alcance de gestores constitui-se em instrumento dos acionistas para evitar que tal recurso seja utilizado em benefício destes gestores, ou utilizado em projetos não alinhados com o planejamento estratégico da empresa. O pagamento de dividendos para mitigar os conflitos de interesses entre os acionistas e gestores tem sido alvo de diversas pesquisas (AIVAZIAN, BOOTH e CLEARY, 2003; WEI, WU, LI e CHEN, 2011; HARADA e NGUYEN, 2011; BOHREN,

JOSEFSEN e STEEN, 2012). O conflito de interesse tratado pela teoria da agência também é alvo de contestações pelos mecanismos de controle instituídos pela estrutura de governança corporativa. A governança corporativa vem sendo amplamente tratada pelas organizações, em especial as de médio e grande porte, conforme tem-se verificado nas empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Para lidar com os conflitos de interesse, muitas empresas têm formalmente instituído um departamento de *compliance*, o que exige maior conhecimento técnico e experiência profissional dos profissionais que atuam na área de governança. Na relação entre agente e principal a governança baseia-se na maior transparência das ações dos gestores, independência do conselho, prestação de contas, responsabilidade social e outros instrumentos de controle que motivam um maior monitoramento das atividades de gestão (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2017; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017).

A dinâmica da relação entre proprietários e gestores pode ser conflituosa porque, em grande medida, os interesses de cada parte podem ser divergentes. A política de dividendos pode ser um instrumento de controle, ou de monitoramento, da direção executiva. Ao adotar uma política de mais elevado pagamento de dividendos está-se reduzindo o fluxo de caixa livre em poder do gestor da empresa e assim minimizando a possibilidade de mal uso de recursos por parte do gestor de acordo com a Teoria do *Free Cash Flow* (AIVAZIAN, BOOTH e CLEARY, 2003; WEI, WU, LI e CHEN, 2011; HARADA e NGUYEN, 2011; BOHREN, JOSEFSEN e STEEN, 2012; JENSEN, 1986).

A teoria da sinalização também tem oferecido suporte para explicar a política de dividendos. O pagamento de dividendos, pode funcionar como um sinal de boa performance da empresa para o mercado, motivando-o a uma melhor apreciação do valor da ação (ROSS, 1977; LOW et al., 2001). As informações relacionadas ao pagamento de dividendos podem fazer os investidores supor que a empresa tem uma boa saúde financeira, pois detem fluxo de caixa livre para o pagamento dos dividendos, após suportar plenamente suas operações e investimentos (BRIGHAM, GAPENSKI e EHRHARDT, 2001; EHRHARDT e BRIGHAM, 2012; ROSS, 1977; MILLER e MODIGLIANI, 1961; LOW et al., 2001).

O tema política de dividendos segue em debate e diversas outras teorias, como sinalização, trade off, efeito clientela, buscam explicar o comportamento relacionado aos

dividendos em finanças corporativas. Por exemplo, a teoria da preferência ou relevância dos dividendos, também conhecida como teoria do pássaro na mão, sugere que os investidores consideram haver menor risco nos dividendos correntes do que dividendos futuros ou ganhos de capital (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; GITMAN e MADURA, 2003; DeANGELO e DeANGELO, 2006). Por outro lado, a teoria da irrelevância dos dividendos determina que os acionistas reajam indiferentes com relação à política de dividendos. Assim como a irrelevância da estrutura de capital, a irrelevância da política de dividendos tem sua origem no artigo de Miller e Modigliani (1961).

Tem-se ainda, na tentativa de esclarecer este controverso tema, a teoria do efeito clientela, indicando que grupos ou clientelas diferentes de acionistas, com preferências específicas por políticas de dividendos, encontrarão as empresas que praticam políticas que atenderão às suas demandas. Investidores que são pouco tributados optarão por maiores montantes de dividendos, a exemplo dos fundos de pensão, fundos de investimentos e outros correlatos. Por outro lado, aqueles investidores que são pesadamente tributados, ou estejam poupando, terão preferência por baixos índices de pagamentos de dividendos (PROCIANOY e VERDI, 2003; LEE, 2010).

1.2 Questão de pesquisa

Sob o ponto de vista da Teoria da Agência, esta pesquisa verifica a possível influência da governança corporativa sobre a política de dividendos de empresas brasileiras (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2012; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017). Adicionalmente, verifica-se o impacto da persistência do pagamento de dividendos (ANDRES e HOFBAUR, 2017; YONG HA, JOONG IM e YA KANG, 2017) e da rentabilidade sobre o pagamento de dividendos correntes (FAMA E BABIAK, 1968; AIVAZIAN, BOOTH E CLEARY, 2003; FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009; LEE, 2010; LÓPEZ-ITURRIAGA E CRISÓSTOMO, 2010; BROCKMAN E UNLU, 2009; FAMA E FRENCH, 2002; YONG HA, JOONG IM e KANG, 2017).

A governança corporativa será investigada como condicionante do comportamento da política de dividendos, e constitui-se, segundo o IBGC (2018), em sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas a buscar o relacionamento transparente entre todas as partes interessadas. As boas práticas de governança visam a preservar e

otimizar o valor de longo prazo da organização, podendo facilitar o acesso aos recursos (crédito) e contribuir para a qualidade da gestão.

A literatura tem proposto que o sistema de governança corporativa tem correlação com as políticas de pagamentos de dividendos das empresas em diversos países (SILVA, 2004; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017). Sob o enfoque da Teoria da Agência a política de dividendos pode ser influenciada pela governança corporativa de duas formas distintas como a literatura tem documentado. Por um lado, a sistemática estruturação da governança corporativa sugere o pagamento de dividendos, como uma saída, um instrumento de controle ou resultado do eficaz monitoramento do sistema de governança. Na contrapartida, se inexistente a estruturação de governança, ou controle de governança ineficaz, frágil, paga-se dividendos, como instrumento de substituição da governança, que promove o monitoramento da gestão (JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017).

A Governança corporativa, em países emergentes, se mostrou relacionada positivamente com o pagamento de dividendos, e os testes de hipóteses foram conduzidos sob a ótica da teoria da agência. Tem-se observado que as empresas com melhor nível de governança corporativa associada a mecanismos legais do governo que protegem os investidores são mais propensas ao pagamento de dividendos (MITTON, 2004).

Contrariamente, outros estudos têm proposto uma relação inversa entre a governança corporativa e o pagamento de dividendos (JIRAPORN e CHINTRAKARN, 2009; GOMPERS, ISHII e METRICK, 2003, JIRAPORN e NING, 2006; JO e PAN, 2009; JONH e KNYAZEVA, 2006; OFICCER, 2007; HU e KUMAR, 2004). Esta relação inversa pode implicar que o pagamento de dividendos ocorre para substituir a falta de controles inerentes à estrutura de governança corporativa.

Constitui-se em tese deste trabalho que o pagamento de dividendos está associado à adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. Essa associação pode ser positiva, ou seja, quanto mais qualificadas forem as práticas de governança corporativa, maior será o pagamento de dividendos, conforme apregoa o *Outcome Model*. Pode-se verificar, por outro lado, que a associação tem efeito negativo, ou seja, quanto menos qualificadas forem as práticas de

governança corporativa mais dividendos se decide pagar, conforme apregoa o *Substitute Model*.

Desta forma, busca-se saber: Qual o impacto da estrutura de governança corporativa sobre a política de dividendos da empresa brasileira?

1.3 Objetivos

A presente pesquisa objetiva analisar os determinantes da política de dividendos da empresa brasileira, com foco no possível efeito da governança corporativa que é preconizada como capaz de alinhar interesses entre acionistas e gestores. Há uma dupla proposição a respeito do possível efeito da governança corporativa sobre a distribuição de dividendos. Uma hipótese prevê que a governança corporativa é capaz de provocar uma mais elevada distribuição de dividendos o que significa melhor remuneração a acionistas que teriam mais poder em função de um sistema de governança corporativa mais robusto através de mecanismos externos e internos (*Outcome model*). Sob este argumento, sugere-se uma relação direta entre qualidade da governança e distribuição de dividendos. Por outro lado, em mercados com mais frágil proteção acionistas, seja por mecanismos externos associados ao entorno institucional, ou mesmo por práticas adotadas pela empresa, pode haver um mais elevado nível de distribuição de dividendos quando a gestão da empresa vê a distribuição de dividendos como uma forma de buscar boa reputação como empresa que trata acionistas minoritários de forma decente (*Substitute model*). Esta abordagem prevê até mesmo uma relação inversa entre qualidade da governança e distribuição de dividendos.

1.3.1 Objetivo Geral

A literatura tem apontado para uma estrutura da governança corporativa que afeta a política de dividendos. A correlação positiva entre governança corporativa e política de dividendos tem sido mais observada em diferentes mercados (SILVA, 2004; MITTON, 2004; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; BAE, CHANG e KANG, 2012 e SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017). Esta pesquisa objetiva analisar a política de distribuição de dividendos da empresa brasileira sob a ótica da teoria da agência, ao considerar os possíveis efeitos da governança corporativa e outros determinantes sobre esta política. Logo, verifica-se o efeito da governança corporativa e outros determinantes sobre o pagamento de dividendos em empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

1.3.2 Objetivos Específicos

Como objetivo específico tem-se a mensuração dos atributos da Governança Corporativa, por meio do instrumento de verificação das práticas de governança, discutido na seção metodológica. Tal instrumento determinará um índice de governança (CGIndex) que será incorporado ao modelo econométrico para verificação do impacto da Governança Corporativa sobre a política de dividendos das empresas brasileiras.

Adicionalmente, serão realizadas entrevistas com executivos da área de Relação com Investidores (RI), e também serão enviados questionários para executivos de RI das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, para conhecer suas estratégias relacionadas à política de dividendos e as possíveis relações entre dividendos e a governança.

A literatura tem provido evidência de distintos possíveis fatores determinantes da política de dividendos. De forma recorrente, a persistência do pagamento dos dividendos e a expectativa do lucro também têm mostrado ter associação significativa com o pagamento de dividendos e o seu montante (YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017). Outro objetivo específico é verificar outros determinantes (além da governança corporativa), inserindo no modelo explicativo da política de dividendos, a persistência do pagamento de dividendos, o lucro, o investimento, as oportunidades de crescimento, o endividamento, o tamanho da empresa e sua estrutura de propriedade.

1.4 Justificativa

A remuneração dos acionistas é uma decisão crítica das empresas. Pode ocorrer na forma de dividendos ou ganhos de capital. Remunerar por dividendos requer atenção, e constitui-se em decisão de grande complexidade. A política de dividendos e os seus determinantes é assunto que segue inconclusivo, embora discutido desde a década de 60 e com diversos registros de pesquisas nos últimos anos sinalizando a necessidade de pesquisa adicional (ANDRES e HOFBAUR, 2017; YONG HA, JOONG IM e KANG, 2017; KOUSSIS, MARTZOUKOS e TRIGEORGIS, 2017; SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017; VON EIJE, GOYAL E MUCKLEY, 2017; BYRNE e O'CONNOR, 2012; MILI, SAHUT e TEULON, 2017).

A política de dividendos permanece pouco explorada em mercados emergentes (MILI, SAHUT e TEULON, 2017). Outrossim, a literatura brasileira pouco tem explorado questões que envolvem a governança corporativa para explicar a política de dividendos

(SILVA, 2004; ALMEIDA e SANTOS, 2008). A transparência e a ética dos negócios, explorados no campo da governança, são relevantes para ajudar a entender as inter-relações entre gestor e acionistas e os seus desdobramentos, que é objeto de estudo da teoria da agência.

Esta pesquisa se justifica por incluir a governança corporativa como aspecto importante para definição de uma política de dividendos das empresas brasileiras. A estrutura de governança como preponderante na escolha de uma política de dividendos tem sido pouco explorada no cenário brasileiro. Também se justifica por verificar a influência da Governança corporativa sobre a política de dividendos considerando as hipóteses *Outcome e Substitute model*, conjuntamente, ainda não exploradas no cenário brasileiro.

Outra justificativa considerada para essa pesquisa diz respeito à metodologia, quando alia coleta de dados por processo quantitativo (Econômica) e coleta de dados por processo qualitativo (Questionários e entrevistas), apresentando uma comparação entre os achados dos dois meios de coletas.

Este trabalho de tese está dividido em mais cinco seções além desta introdução. A seguir, apresenta-se a política de dividendos do Brasil (seção 2). Após, apresenta-se a fundamentação teórica e as hipóteses de pesquisa (seção 3). Na sequência, tem-se a metodologia (seção 4). Por fim, apresentam-se os resultados e as conclusões finais da pesquisa, bem como sugestões para pesquisas futuras (seções 5 e 6).

2 PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NO BRASIL

A política de dividendos pode diferir de empresa para empresa, dada a estratégia de distribuição de cada organização. Em cada segmento da indústria ou comércio pode-se verificar também algumas especificidades quanto às decisões que envolvem o pagamento de dividendos. Contudo, fica mais evidente alguns padrões de distribuição, quando o conjunto de empresas é analisado considerando as fronteiras de uma nação, que comporta uma rede de negócios que precisa atender a alguns aspectos legais e de mercado.

2.1 Legislação

No Brasil a legislação tributária é bastante complexa e onerosa. As empresas precisam evitar perdas no pagamento de tributos e cumprir as demais obrigações acessórias. A distribuição de lucros é um capítulo à parte da legislação tributária, que merece o cuidado de empresários e pesquisadores. A distribuição de lucros para os acionistas ocorre na forma de dividendos e/ou Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Os dividendos e os JSCP são montantes da lucratividade destinadas ao acionista para remunerá-los frente aos investimentos realizados.

As empresas brasileiras são regulamentadas pela Lei das Sociedades Anônimas 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Diversas alterações foram processadas em seus inúmeros dispositivos, pela promulgação de novas leis. Em especial, a Lei 10.303/01 que versa sobre os dividendos. Antes da Lei 6.404/76 tinha-se a Lei 2.627/40, esta, sem quaisquer imposições quanto ao pagamento de dividendos. A Lei das Sociedades Anônimas visa estimular o mercado de capitais, com dispositivos para promover maior proteção aos acionistas, principalmente os minoritários, incluindo obrigações para distribuição por dividendos (AMBROZINI, 2011).

2.1.1 Dividendos

Com relação ao aspecto fiscal, a distribuição de dividendos no Brasil foi impactada de forma diferenciada em diversos períodos. De 1989 a 1992 o imposto sobre o lucro líquido onerava o lucro da empresa independentemente do pagamento de dividendos. A partir de 1993 os dividendos passaram a ser isentos do pagamento de tributos, mas de 1994 a 1995 os dividendos passaram a ser tributados com uma alíquota de 15% do imposto de renda. Finalmente, a partir de 1996 os dividendos passaram a ser isentos do imposto de renda (MARTINS e FAMÁ, 2012).

Conforme a lei os acionistas têm o direito de receber dividendos obrigatórios em cada exercício social. O estatuto da empresa pode estabelecer um percentual do lucro ou do capital social como dividendos. O artigo 202, § 2º, da lei 6.404/76, estabelece que em caso de omissão do estatuto da empresa, uma assembleia geral poderá deliberar para alterá-lo e definir outro percentual, mas não inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Ainda segundo o artigo 202, § 3º, se aprovado em assembleia, e nenhum acionista se contrapor, a empresa poderá pagar parcela inferior a 25% do lucro líquido como dividendos (SILVA e DANTAS, 2015; TERRA e ZAGONEL, 2013).

No Brasil, a definição de uma política de dividendos pode considerar o comportamento particular dos agentes locais, e os aspectos legais do mercado brasileiro, que podem impactar vigorosamente a decisão de pagar ou não dividendos. A lei 9.249/95 altera a legislação sobre imposto de renda das pessoas jurídicas e altera a contribuição social sobre o lucro líquido. Tais condicionantes são preponderantes para acionistas e gestores na tomada de decisão e definições de estratégias de uma política de dividendos.

2.1.2 Juros Sobre Capital Próprio

No mercado brasileiro a distribuição de proventos, além de dividendos, se dá também por pagamento de juros sobre capital próprio (JSCP). A distribuição de lucros no Brasil segue inúmeras regras. Os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) foi instituído a partir de 1995, pela lei 9.249/95, que também extinguiu a correção monetária. O pagamento de JSCP permite a dedução do respectivo valor da base de cálculo do imposto de renda sobre o lucro real, importando em benefício fiscal para a empresa.

De forma resumida, aqui no Brasil tributa-se o ganho de capital em 20%, os dividendos são isentos e os juros sobre capital próprio são tributados na fonte (SILVA e DANTAS, 2015; TERRA e ZAGONEL, 2013). Quanto às leis que disciplinam a distribuição de lucros no Brasil, tem-se no Quadro 1, um resumo da legislação e sua aplicabilidade.

Quadro 1- Leis que abordam aspectos da distribuição de lucros

Lei	Aplicação
6.404/76	Legislação relacionada às Sociedades Anônimas. Orienta quanto aos aspectos jurídicos que deverão ser observados pelas empresas com ações negociadas na Bovespa.
9.249/95	Diz respeito ao imposto de renda das pessoas jurídicas e da contribuição social sobre o lucro líquido. Impôs o pagamento dos Juros Sobre Capital Próprio e eliminou a correção monetária.
9.430/96	Trata a legislação tributária federal e as contribuições para a seguridade social, dentre outras condicionantes legais. Determinou a remuneração do capital, pelo pagamento de juros, dedutíveis para o cálculo do imposto de renda e da contribuição social.
10.303/01	Traz mudanças para Lei 6.404/76, das Sociedades por Ações, e Lei 6.385/76, do

	mercado de valores mobiliários e implanta a Comissão de Valores Mobiliários. Trata sobre os conflitos de interesse entre acionistas controladores e minoritários. Estabelece diretrizes para distribuição de proventos.
11.638/07	Impõe mudanças para Lei 6.404/76, e Lei 6.385/76, e estende às empresas de grande porte determinações para a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Estabelece diretrizes para distribuição de lucros.

FONTE: Elaborado pelo Autor

O Quadro 1 apresenta um panorama geral da legislação brasileira no que concerne à distribuição de lucros, e que vem sofrendo muitas alterações ao longo dos anos. No geral, o arcabouço jurídico nacional é bastante complexo, o que sugere bastante atenção por parte do contribuinte. Tornou-se oportuno conhecer alguns aspectos legais que podem interferir nas decisões do gestor. Pode-se verificar, conforme o artigo 202, da lei 6.404/76, que parte do montante distribuído tem força legal no que diz respeito ao cenário brasileiro.

2.2 Pesquisas brasileiras anteriores sobre dividendos

O planejamento tributário, considerando o pagamento de Juro Sobre Capital Próprio (JSCP), requer alguns cuidados, e a adequada observação aos termos legais pode possibilitar a consecução dos benefícios fiscais pertinentes à distribuição por JSCP. Costa Jr. et al. (2004) advertiu que algumas empresas não estão conduzindo adequadamente a contabilização dos JSCP, o que pode comprometer as possíveis vantagens que poderiam ser auferidas por esta modalidade de distribuição. Costa Jr. et al. (2004) e Santos, Resende e Marques (2005) verificaram a metodologia de imputação dos Juros Sobre Capital Próprio, líquidos de Imposto de Renda, das empresas de capital aberto. Costa Jr. et al. (2004) constataram que somente 8, de 29 empresas, distribuíram JSCP, como proventos aos acionistas, atendendo à legislação e fazendo jus ao benefício fiscal decorrente desta distribuição. Outras 10, das 29 empresas, prestaram informações conflitantes entre si nas publicações analisadas. Isto sugere que este assunto merece uma atenção especial por parte da CVM, administradores de companhias abertas, dos auditores independentes, dos membros do conselho fiscal, dos analistas e demais profissionais que atuam no mercado de capitais e nas empresas que pagam JSCP aos acionistas.

Para Terra e Zagonel (2013) a teoria da preferência tributária e a governança corporativa são aspectos que podem orientar as decisões da política de distribuição de dividendos. Para estes autores a legislação brasileira foi marcada por diversas mudanças ao longo dos anos, com evidência de que a preferência tributária e governança corporativa têm influenciado a política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. A política de dividendos brasileira não é estabelecida por uma expectativa alvo, ou meta de

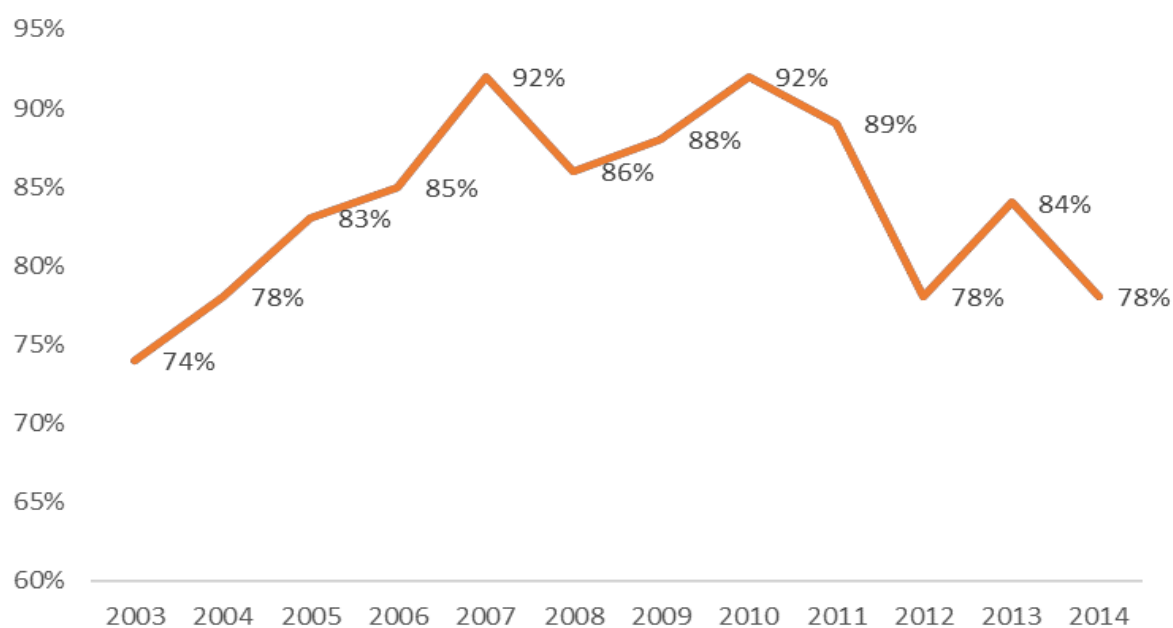
pagamento de dividendos, mas relacionada aos pagamentos anteriores de dividendos. A pesquisa de Terra e Zagonel (2013) obteve evidência que a política de dividendos é influenciada pelo direito de votos das ações, provisões dedutíveis do pagamento de dividendos e adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa.

A literatura internacional vem registrando estudos sobre o pagamento de dividendos desde a década de 50. No Brasil, o interesse é mais recente e ocorreu, segundo Martins e Famá (2012), motivado pela estabilização econômica da moeda brasileira.

2.3 Perfil de pagamento de dividendos da empresa brasileira

É expressivo o montante de dividendos pagos pelas empresas brasileiras. Rabelo et al. (2017) apresentaram um panorama das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA e suas políticas de dividendos, no período de 2003 a 2014. Segundo o estudo, em média, 84% das empresas realizaram algum tipo de distribuição de recursos para os acionistas. O Gráfico 1 mostra a evolução da proporção de empresas que pagaram dividendos no período de 2003 a 2014:

Gráfico 1- % de empresas da BM&FBOVESPA que distribuíram Dividendos- 2003 a 2014



FONTE: Adaptado de Rabelo et al. (2017)

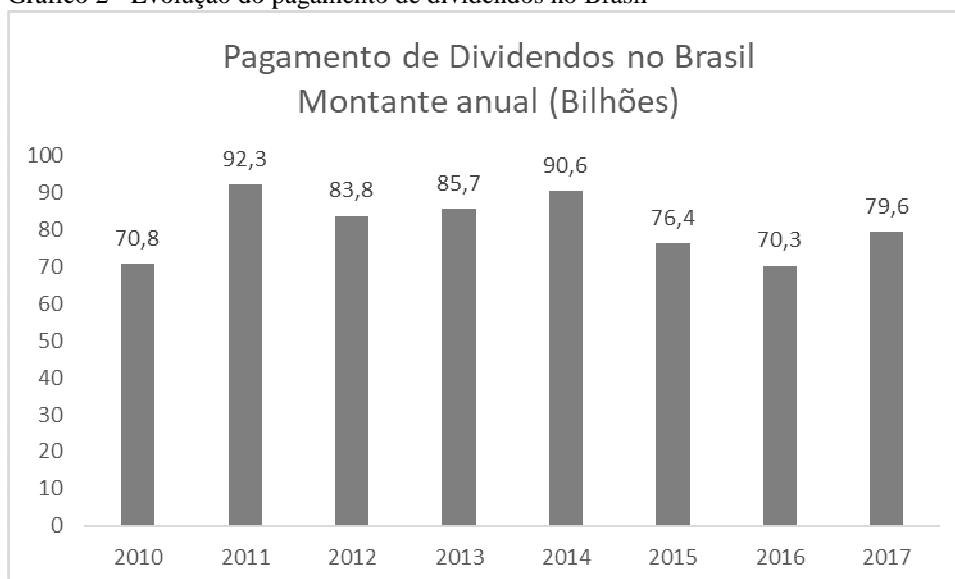
Segundo Rabelo et al. (2017), no período de 2003 a 2014 foi distribuído aproximadamente R\$ 439 bilhões em dividendos. Ademais, a pesquisa apontou que as referidas empresas distribuíram aos acionistas além dos 25% mínimos do lucro líquido preconizado pela legislação. O montante de distribuição de dividendos foi entre 40% e 64% do lucro líquido ajustado.

Tem sido expressivo o montante distribuído em dividendos para os acionistas. Em levantamento feito pelo Banco Santander, com dados da consultoria Econômica, para 276 empresas, os dividendos pagos aos acionistas nos três primeiros trimestres de 2013 foi de 40,3 bilhões de reais, enquanto que no ano de 2012 foi de 58,1 bilhões de reais (Exame.com, 2013). Trata-se, portanto, de um aspecto relevante do processo de tomada de decisão organizacional que envolve o retorno para os investidores. Constitui-se, por outro lado, em objeto de análise interessante para pesquisadores.

Além da relevância do montante distribuído, tem-se verificado ainda que a distribuição de dividendos vem crescendo. Bona (2018) observou que 251 empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA distribuíram, em 2017, 79 bilhões de dividendos e juros sobre capital próprio. Esta distribuição de 2017 mostrou-se a maior desde 2014, e representou um crescimento de 13,31%, quando comparada com 2016. A evolução do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio, para o período de 2010 a 2017, em bilhões, foi acima de 70 bilhões/ano, conforme Gráfico 2.

Como se pode verificar no Gráfico 2 os anos de 2011 e 2014 tiveram distribuição recorde acima de 90 bilhões/ano. Esse período foi pujante para economia brasileira. No ano que antecedeu esse período o PIB brasileiro foi 7,5%. Em 2011, o crescimento do PIB foi de 4%, e 2013, a economia cresceu o patamar de 3%. O mercado de capital foi impactado positivamente por este cenário, as empresas também cresceram e distribuíram mais riquezas em dividendos. Nos anos que se seguiram, a economia brasileira foi acometida por uma crise nos negócios, devido a deflagração da operação lava a jato e os desdobramentos posteriores. De todo modo, ainda se teve uma distribuição de dividendos relevante, mas inferiores ao período que antecedeu o ano de 2014. Nesta perspectiva, as empresas se apresentam preocupadas em estabelecer retornos para os acionistas além dos ganhos de capital proporcionados pela valorização das ações. Quais motivações estão por trás deste comportamento? Espera-se analisar aspectos organizacionais e sugerir explicações adicionais que corroborem com os achados da literatura sobre o pagamento de dividendos.

Gráfico 2 - Evolução do pagamento de dividendos no Brasil



Nota: Eixo vertical – Escala de 0 a 100 em Bilhões de R\$; Eixo horizontal – Período de evolução do montante pago de 2010 a 2017; Barras – Montantes pagos no Brasil em Bilhões de Reais de dividendos.

FONTE: Bona (2018)

Enfim, qual a política de dividendos da empresa brasileira? Paga-se 25% do lucro obrigatório, se estatuto omissivo e decidido em assembleia, ou paga-se outro percentual? A Tabela 1 sugere um maior patamar de distribuição. Trata-se das empresas que mais distribuíram dividendos e juros sobre capital próprio no período de 2010 a 2017 e disponibilizaram as informações de distribuição de dividendos e lucro para 2018.

Tabela 1 - % de dividendos + Juros Sobre Capital Próprio do lucro líquido - 2018

Empresa	Setor	%
ItaUnibanco	Bancos	87,2
Ambev S/A	Alimentos e Beb	53,0
Bradesco	Bancos	34,2
Santander	Bancos	53,2
Cielo	Software e dados	84,7
Vale	Mineração	56,9
Banco do Brasil	Bancos	43,9
BTGP Banco	Bancos	50,7
Cosan	Alimentos e beb	55,0
Comgas	Petróleo e gás	56,0
Brasken	Química	52,0
Ultrapar	Química	71,0
Engie Brasil	Energia elétrica	86,0
B3	Finanças seguros	73,0
Sabesp	Água e esgoto	23,0

FONTE: Elaborado pelo autor

Na Tabela 1 observa-se que a política de distribuição de lucros não segue o mínimo de 25% do lucro, que preconiza a legislação, mas percentuais acima de 50% do lucro líquido para a maioria destas empresas. Enquanto a legislação indica 25% de distribuição

do lucro líquido, como mínimo, em média, conforme indicado na Tabela 1, tem-se uma distribuição, 54,5% do lucro líquido. Por que pagam dividendos? E neste caso brasileiro, por que acima dos dispostos nos termos legais? Que política é esta? Tais questões serão exploradas nesta investigação. O cenário brasileiro se assemelha aos cenários dos demais países emergentes, com capital mais concentrado e maior rigor legal, visando proteção do investidor minoritário. Tais condicionantes diferem dos países desenvolvidos, com capital mais disperso e maior liberdade legal para implementar suas políticas.

Viana Júnior e Ponte (2016) comparam o *Payout* entre empresas brasileiras e americanas. Foram 58 observações do Brasil e 47 observações dos EUA. Conforme a Tabela 2 verifica-se que os EUA distribuíram 12,85% acima do que foi distribuído de *payout* no Brasil.

Tabela 2 - *Payout* das empresas brasileiras e americanas

Período	Média de <i>Payout</i> EUA (%)	Média de <i>Payout</i> Brasil (%)
2008	44,42	24,60
2009	52,85	42,82
2010	57,10	29,64
2011	51,62	60,42
2012	77,86	49,14
2013	51,42	52,27
2014	62,56	49,03
Média	56,83	43,98

FONTE: Elaborado pelo autor

Os EUA têm uma média de 56.83% de *payout*, superior ao Brasil que tem uma média de 43,98%. A diferença, para maior em favor dos EUA, deva-se talvez à concentração de capital brasileiro, e uma legislação mais protetora.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DE PESQUISA

Sob o enfoque da teoria da agência os testes serão conduzidos para verificar se a política de dividendos poderá ser afetada pelas diretrizes que sistematizam a governança corporativa. Cabe aos gestores decidir sobre a política de dividendos, mas as pressões dos acionistas ou sistemas de verificação de conduta, a exemplo de práticas de governança corporativa, poderão influenciar nestas decisões? A literatura e as teorias que versam sobre dividendos, delineadas nesta seção, serão utilizadas na tentativa de corroborar para o entendimento da política de dividendos.

3.1 Política de Dividendos

A questão de porque as empresas distribuem dividendos, buscam manter, incrementam ou diminuem o montante de dividendos pagos, continua atual. Os possíveis fatores que influenciam a política de dividendos têm merecido a atenção de pesquisas desde a metade do século passado, em distintos mercados (LINTNER, 1956; MILLER e MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1959; CHAZI, BOUBAKRI e ZANELLA, 2011).

O debate em torno da política de dividendos teve início na década de 50. A controvérsia em torno do tema apresentou-se nos primeiros trabalhos. Inicialmente, tem-se a proposta de relevância dos dividendos estudada por Lintner (1956) e Gordon (1959). Em oposição, tem-se a proposta da irrelevância, que propõe que a política de dividendos não afeta o valor da empresa, proposta por Miller & Modigliani (1961). A discussão sobre a relevância ou não da política de dividendos no valor da empresa deu origem ao surgimento de duas escolas: A Escola do Mercado Perfeito (Teoria de Modigliani e Miller) e a Escola do Mercado Imperfeito (Teorias de Gordon & Lintner e Residual).

As hipóteses de mercado perfeito consideram que as decisões de investimento não são afetadas por decisões de retenção ou distribuição de dividendos. Igualmente, a distribuição de lucro não afetaria o valor da empresa (MILLER E MODIGLIANI, 1961). Por outro lado, a primeira teoria da escola do mercado imperfeito, a teoria de Gordon (1963) e Lintner (1962), pressupõe que o valor de uma ação é uma função das expectativas futuras do pagamento de dividendos, ou seja, é igual ao valor presente dos infinitos fluxos futuros de dividendos descontados a uma taxa compatível com o mercado e com o risco associado. A teoria da relevância, do mercado imperfeito, sugere que há uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado.

Mais adiante, a segunda teoria da escola do mercado imperfeito, de Gordon (1963) e Lintner (1962), sugere que o pagamento de dividendos é um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimento da empresa, ou seja, a empresa pagará dividendos após terem sido empreendidas todas as oportunidades aceitáveis de investimento. A hipótese da eficiência do mercado segundo Fama (1970 e 1991) consiste na simples formulação de que os preços dos títulos refletem plenamente todas as informações disponíveis.

A relação de agência é definida como um contrato, no qual uma pessoa, o principal, emprega outra pessoa, o agente, para delegação de poder decisório organizacional (JENSEN e MECKLING, 1976). Desde 1976, a literatura tem proposto, sob o arcabouço da teoria da agência, hipóteses relacionadas à política de dividendos. Os dividendos podem atuar para reduzir os custos de agência, pois pagando dividendos iguais ao montante de fluxo de caixa excedente, pode-se reduzir a capacidade da administração de desperdiçar os recursos da empresa (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002). Quanto maior o volume de dividendos pagos aos acionistas, menor o fluxo de caixa livre da empresa e, portanto, menor a margem de manobra dos gestores para manipular os recursos da empresa tendo em vista seus próprios interesses (NOVIS e SAITO, 2003).

A busca por elementos para explicar as decisões que envolvem a política de dividendos das empresas tem sido alvo de pesquisas nacionais e internacionais. O lucro auferido, por exemplo, tem sido um dos elementos que se mostra muito recorrente (LINTNER, 1956; WAUD, 1966; FAMA e BABIAK, 1968; SHORT, ZHANG e KEASEY, 2002). Na tentativa de explicar o comportamento das empresas, quanto à política de dividendos, muitas teorias foram desenvolvidas, não havendo respostas conclusivas. Nas seções subsequentes tem-se um mapeamento das diversas teorias relacionadas à política de dividendos.

3.2 Teorias sobre a Política de Dividendos

Desde a década de 50 a literatura indica que a política de dividendos está associada a fundamentos teóricos que balizam as decisões dos gestores, como as teorias da relevância e da irrelevância dos dividendos, que foram abordadas em estudos seminais (LINTNER, 1956; MILLER e MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1959). A teoria da sinalização, *trade off* e *pecking order*, são exemplos de outras teorias que foram desenvolvidas nas décadas posteriores para subsidiar os fundamentos relacionados ao pagamento de dividendos. Neste contexto, a teoria da agência e os conflitos de interesses aí abordados, como aqueles entre acionistas e a direção da empresa, ou mesmo entre acionistas majoritários e minoritários,

podem ter relação com a política de dividendos. A literatura tem proposto que a política de dividendos pode funcionar como instrumento adicional de monitoramento da gestão da empresa (ROZEFF, 1982; EASTERBROOK, 1984, JENSEN, 1986; LANG e LITZENBERGER, 1989).

3.2.1 Teoria da agência

Desde a primeira metade do século XIX as organizações vêm passando por profundas modificações. Os processos organizacionais, de produção e prestação de serviços têm-se tornado cada vez mais complexo. Em particular, alterações envolvendo a separação de propriedade e gestão. No século passado, era muito mais comum que o proprietário cuidasse também da gestão dos negócios. Atualmente, um sem número de empresas, em especial as de médio e grande porte têm implementado a delegação, por parte do proprietário, das funções de administração para um gerente, por meio de um contrato (BERLE e MEANS, 1932). Nos Estados Unidos a pulverização do capital, pela venda de ações nas bolsas de valores é marcante. No Brasil, tem-se também um movimento de pulverização, mas ainda incipiente. A concentração de propriedade, no ambiente organizacional brasileiro, ainda é intensa (MARTINS e FAMÁ, 2012).

A separação das funções de gestão e controle faz emergir alguns problemas, denominados conflitos de agência. Tais conflitos são tratados pela teoria da agência que busca explicar as relações entre os participantes de uma estrutura organizacional na qual a propriedade e o controle estão nas mãos de pessoas distintas, e conflitos poderão ser gerados a partir desta relação (JENSEN e MECKLING, 1976; DAMODARAN, 2004; ARRUDA, MADRUGA e FREITAS, 2008).

A teoria da agência trata o conflito de interesse entre o principal e o agente. Cada parte desta relação busca maximizar sua utilidade, o que leva a crer que os agentes irão agir para obtenção de benefício próprio, em detrimento dos interesses e dos objetivos organizacionais. A teoria da agência preconiza que a relação é conduzida por um contrato entre uma ou mais pessoas (Principal) e um terceiro (o agente), no qual o principal delega a tomada de decisão para o agente. Se cada parte da relação busca maximizar seus resultados, verifica-se que o agente, pode, nem sempre, agir para promover o interesse do principal. Para garantir que o agente conduza os negócios em favor do principal, alguns controles precisam ser implementados, e os custos relacionados a estes controles são denominados de custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; DAMODARAN, 2004; ARRUDA, MADRUGA e FREITAS, 2008).

Em alguns casos, o agente, agindo para atender seus próprios interesses, investe em projetos inapropriados que resultam em benefícios materiais próprios, ou projeções para sua carreira, se aproveitando da visibilidade que estes projetos o proporcionará. Os acionistas, para mitigar os problemas de gastos que não resultam em ganhos para a empresa, buscam melhorar os controles ou incrementar a política de dividendos para diminuir o fluxo de caixa livre, em poder dos diretores (DAMODARAN, 2004; JENSEN e MECKLING, 1976).

Os custos de agência envolvem o controle por parte do acionista, com relação à atuação dos agentes, e outros custos que, de alguma forma, irão mitigar as ações equivocadas dos agentes, que muitas vezes agem a favor de seus próprios interesses (JENSEN e MECKLING, 1976; DAMODARAN, 2004). Para Jensen e Meckling (1976) e Silveira (2006) o custo de agência é o somatório das despesas:

1. Decorrentes da elaboração e sistematização de contratos entre o principal e o agente;
2. Dos gastos de monitoramento das atividades desempenhadas pelos agentes por parte do principal;
3. Desembolso do agente em gastos que intencionam mostrar que suas ações não serão prejudiciais aos acionistas;
4. Pagamento pelo principal para o agente de concessões de garantias contratuais;
5. Dos gastos residuais, como perdas do bem-estar do principal, resultante da diferença entre as reais decisões dos agentes e aquelas que teriam maximizado o bem-estar do principal.

A despeito do custo de agência, credores e investidores têm confiado a condução de seus negócios aos cuidados de administradores, mas baseados em complexos instrumentos contratuais. (JENSEN e MECKLING, 1976).

A governança corporativa diz respeito aos controles e sistemas próprios para monitorar o comportamento dos gestores. Segundo Silveira (2006) o sistema de governança corporativa pode ser compreendido como um arcabouço de incentivos e controles, internos e externos, que buscam mitigar os custos de agência tratados pela teoria da agência. Refletir sobre a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança passa pelo entendimento do fenômeno de expropriação de riqueza, quais sejam:

1. Expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores, em empresas com estrutura de propriedade pulverizada. A propriedade pulverizada, ou

propriedade nas mãos de muitos acionistas é característico do mercado americano e britânico.

2. Expropriação de riqueza dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários em empresas com concentração de propriedade. Uma maior concentração de propriedade, ou propriedade nas mãos de poucos acionistas é característico do mercado brasileiro, japonês e alemão.

A teoria da agência trata deste comportamento, com olhar especial sobre o conflito de interesse oriundo da relação agente e principal.

3.2.2 Arcabouço teórico adicional sobre dividendos

Nesta seção, apresenta-se de forma resumida, as teorias da relevância, irrelevância, sinalização, *trade off*, residual, efeito clientela, ciclo de vida, *pecking order* e *catering theory*. Cada uma delas abordando alguns aspectos relacionados a distribuição de lucros por dividendos.

3.2.2.1 Teoria da preferência (Relevância) dos dividendos - teoria do pássaro na mão

A frase “Mais vale um pássaro na mão do que dois voando” sugere que os investidores consideram haver menor risco nos dividendos correntes do que futuros ou ganhos de capital. Esta abordagem está alinhada com a teoria da relevância dos dividendos (GITMAN e MADURA, 2003). Para Lintner (1956) a política de dividendos é relevante e se apoia em três condicionantes: (a) o mercado premia as empresas que estabilizam o pagamento de dividendos, (b) o lucro é o fator determinante de maior expressão para a distribuição de dividendos e (c) a política de dividendos é definida inicialmente, seguida por outras decisões. Portanto, prioritária no processo de tomada de decisão. Lintner (1956) verificou inércia e um conservadorismo por parte de muitos gerentes em alterar o montante de dividendos, por acreditar que os investidores preferem a estabilidade ou um crescimento gradual, e estão dispostos a pagar um prêmio por isto.

Finalmente, outro comportamento observado é que os gerentes priorizam a política de dividendos ao planejar a estratégia da empresa. Depois de decidido quanto e quando pagar, fazem um planejamento das demais demandas organizacionais. Lintner (1956) considera relevante a política de dividendos, de forma que a decisão de pagar ou não pagar dividendos é fator preponderante para atração de acionistas e para a geração de valor da empresa.

Na mesma direção, Gordon (1959) verificou que a política de dividendos é relevante para influenciar o preço das ações. Para Gordon (1959) o risco de uma ação diminui com o aumento dos dividendos. O autor considera que um retorno em forma de dividendos é certo, mas em forma de ganhos de capital é arriscado, ou seja, “mais vale um pássaro na mão do que dois voando”. O autor constatou um efeito positivo entre os dividendos e os lucros acumulados, que são explicativos do preço das ações.

3.2.2.2 Teoria da irrelevância dos dividendos

Para a teoria da irrelevância o pagamento de dividendos seria irrelevante, não causando impacto no valor da empresa. Isto significa que os acionistas reagem indiferentes com relação à política de dividendos. A irrelevância da política de dividendos tem sua origem no artigo de Miller e Modigliani (1958), que fazem suas proposições para um hipotético ambiente de mercado perfeito. A perfeição pressupõe o fluxo de informações assimétricas, custo de agência, plena mobilidade de capital e sem impostos. Tais condicionantes resultam em não impacto da política de dividendos sobre o valor da empresa. O relaxamento destes pressupostos, sugere outras abordagens teóricas (LEE, 2010).

Por outro lado, DeAngelo e DeAngelo (2006) consideraram ser imprecisa a teoria da irrelevância preconizada por Miller e Modigliani (1961). Alguns fatores podem impactar as decisões de pagamento de dividendos, como remuneração ao capital investido pelos acionistas. DeAngelo e DeAngelo (2006) sugeriram que a política de dividendos não é irrelevante, tampouco a política de investimento é a única determinante do valor da empresa em um mercado perfeito. Segundo os autores, é inegável a colaboração da teoria de MM para construção do conhecimento envolvendo finanças corporativas. Entretanto, a escolha de reter lucros ou pagar dividendos não pode ser reduzida à simples ideia de fatiar uma pizza, como sugeriram Modigliani e Miller (DeANGELO e DeANGELO, 2006).

3.2.2.3 Teoria da sinalização

A teoria da sinalização, no que tange à política de dividendos, diz respeito aos sinais que as empresas emitem ao mercado quando pagam ou deixam de pagar dividendos. As informações relacionadas ao pagamento de dividendos podem fazer o mercado supor que a empresa tem uma boa saúde financeira. Os gestores só pagariam dividendos após suportar plenamente suas operações e investimentos. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) e Ehrhardt e Brigham (2012) pontuam que um dos pressupostos de MM (Modigliani e Miller) é a informação simétrica.

O mercado, de alguma forma, reage frente às informações que são disponibilizadas, motivando as mudanças da política de dividendos e dos preços das ações. Ehrhardt e Brigham (2012) esclarecem que existe um conteúdo informacional quando a empresa paga dividendos, ou seja, se a empresa não paga dividendos, os preços das ações tendem a cair. Ainda segundo estes autores, este comportamento pode refletir um efeito de sinalização ou preferência de dividendos.

3.2.2.4 Teoria *Trade-off*

Para Fama e French (2002), a teoria do *Trade-off* implica na escolha, pela empresa, da estrutura ótima de capital, considerando os benefícios fiscais e os custos associados à contratação da dívida. O *trade-off* implica em decidir qual a quantidade de dívida ideal, que proporcionará um resultado vantajoso, considerando os custos e as vantagens associadas ao negócio. No que diz respeito aos dividendos, os autores advertem que o raciocínio é similar, pois o pagamento de dividendos está relacionado aos custos e benefícios envolvidos no valor pago.

O pagamento de dividendos envolve a decisão relacionada aos benefícios fiscais, considerando que em alguns países os dividendos não são tributados, ao passo que se tributa os ganhos de capital, constituindo-se em objeto de estudo da teoria do *trade-off*. Fama e French (2002), por exemplo, pesquisaram os efeitos das teorias *pecking order* e *trade-off* sobre a política de dividendos praticada pelas organizações. Os autores consideram que de acordo com as duas teorias, as empresas mais rentáveis e menos propensas a realizarem investimento pagarão maiores parcelas de dividendos. Dentre outros achados, verificaram ainda que as empresas mais rentáveis e menos alavancadas pagam mais dividendos, compatível com a *pecking order*. Em linhas gerais, os autores consideraram que a teoria *trade-off*, que é mais apropriada para explicar os fatores determinantes da estrutura de capital, também pode ser associada aos fatores determinantes da política de dividendos. Para este paralelo, vale o mesmo raciocínio, que envolve as decisões de apropriação de duas alternativas que se apresentam, cabendo ao gestor escolher a parcela de uma alternativa em detrimento da outra.

3.2.2.5 Teoria residual de dividendos

A teoria residual de dividendos pressupõe que o pagamento de dividendos ocorre com o fluxo de caixa livre, que resultou do pagamento dos custos, despesas operacionais, investimentos e financiamentos do negócio. Para Gitman e Madura (2003) a teoria residual de dividendos preconiza que o pagamento de dividendos deve ser percebido como um

resíduo. Constitui-se em saldo remanescente do fluxo de caixa que cobriu todas as oportunidades de investimento aceitáveis. Para esta corrente, nenhum dividendo será pago enquanto as necessidades de capital da empresa forem maiores que os lucros retidos.

Gitman e Madura (2003) explicam que a teoria residual de dividendos diz respeito ao pagamento de dividendos pelas empresas somente após considerar: (a) o orçamento ótimo de capital, (b) que o capital próprio deverá financiar este orçamento, (c) o uso de lucros reinvestidos para financiar este capital e (d) em caso de excedente, após considerar estes pressupostos, realiza o pagamento de dividendos a partir deste fluxo residual.

3.2.2.6 Efeito clientela

Ehrhardt e Brigham (2012) e Procianoy e Verdi (2003) consideram que grupos ou clientelas diferentes de acionistas com específicas preferências por políticas de dividendos encontrarão as empresas que praticam políticas que atenderão às suas demandas. Investidores que são pouco tributados optarão por pagamentos de altos índices de dividendos, a exemplo dos fundos de pensão, fundos de investimentos e outros correlatos. Por outro lado, aqueles investidores que são pesadamente tributados, ou estejam poupando, terão preferência por baixos índices de pagamento de dividendos.

Procianoy e Verdi (2003) verificaram a existência do efeito clientela em empresas brasileiras, quando não se tributava os dividendos e os ganhos de capital eram tributados no máximo em 25%. Constataram que as expectativas foram contrariadas, revelando um comportamento irracional por parte dos investidores, que estavam pagando mais por uma ação que não paga dividendos do que a mesma ação com direito aos respectivos dividendos.

O efeito clientela na política de dividendos reconhece que existem impostos e outras imperfeições do mercado de capitais, como o custo de transação e os diferentes impostos para cada agente. Desta forma, empresas com políticas de dividendos específicas irão atrair diferentes públicos (LEE, 2010).

3.2.2.7 Teoria *Pecking order*

Os custos financeiros empresariais são os mais diversos. Compreendem aqueles associados à emissão de novas ações, e aqueles que são resultados da posse das melhores informações sobre a real situação financeira da empresa pelos gestores. Devido a estes e outros custos financeiros, a teoria *pecking order* preconiza que as empresas seguem uma ordem racional para o uso dos recursos financeiros que oferecem menor custo. Trata-se de uma hierarquia de preferência por fontes de financiamento, na qual empresas mais

lucrativas teriam maior fonte de recursos por autofinanciamento, sem precisar se alavancar para financiar seus projetos ou distribuir dividendos. A hierarquia ou preferência segue a seguinte ordem: Lucros retidos, dívida de longo prazo e dívida de curto prazo (FAMA e FRENCH, 2002).

Logo, tem-se uma competição entre a alocação de lucro para novos investimentos ou para distribuição como dividendos. A teoria *pecking order* não explica as razões pelas quais as firmas distribuem dividendos aos seus acionistas, mas as considerações sobre a hierarquia das fontes de financiamentos devem afetar de alguma forma as decisões relacionadas à política de dividendos. Empresas pouco lucrativas estariam menos propensas a pagar dividendos, do contrário estariam abrindo mão de recursos próprios para financiar projetos lucrativos. Segundo a teoria *pecking order* as empresas menos alavancadas pagariam mais dividendos (SILVA e BRITO, 2005).

3.2.2.8 Teoria do ciclo de vida (*Lifecycle*)

A empresa, ao longo de sua existência, atravessa cinco fases. A evolução de receitas e lucros apresentam duas curvas ascendentes a partir do início dos negócios, passando pela fase de rápida expansão e de elevado crescimento, atingindo o ápice na fase madura. A partir daí entra em declínio. Para cada uma das cinco fases as demandas por financiamento interno e externo diferem, resultando em maior ou menor capacidade de pagamento de dividendos (DAMODARAN, 2004).

A decisão sobre a política de dividendo pode levar em consideração os estágios relacionados ao ciclo de vida das organizações. No início das atividades, as empresas podem ser levadas a pagar pouco dividendos, pois neste estágio as demandas relacionadas aos investimentos excedem a geração de fluxo de caixa livre. À medida que a empresa amadurece, o fluxo de caixa livre aumenta, excedendo as demandas por investimentos, e o caixa residual é utilizado para pagamento de dividendos. Em geral, as empresas mais maduras, com poucas oportunidades de investimento, são mais propensas ao pagamento de dividendos (DENIS e OSOBOV, 2008).

3.2.2.9 *Catering Theory* (Teoria da Restauração)

A *Catering Theory* foi desenvolvida por Baker e Wurgler (2003) que considera sentimentos e comportamento do investidor. O ponto de partida é o relaxamento do pressuposto de eficiência do mercado. Dentre outros aspectos, diverge da teoria da irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961) por considerar o efeito da demanda do investidor, ou seja, seu interesse ou não por dividendos.

Segundo esta teoria, o gestor irá pagar dividendos, atendendo à demanda do investidor que estiver disposto a valorizar este pagamento. Este investidor pagará um preço adicional (prêmio) para ação pagadora de dividendo. O gestor não pagará dividendos quando o acionista não valorizar o ganho por dividendos. O prêmio representa o sentimento do investidor ou a diferença entre o preço atual da ação pagadora e o preço da ação não pagadora de dividendo. O pagamento de dividendos é impulsionado pela procura, por parte de investidores, de ações que pagam dividendos (CAFÉ, 2014).

Para Baker e Wurgler (2003) quando os investidores sobrevalorizam as ações das empresas estas tornam-se mais propensas a pagar dividendos. Contrariamente, quando colocam os preços a patamares relativamente baixos, as empresas ficam menos dispostas a pagar dividendos. Portanto, a probabilidade de aumentar o nível de dividendos é maior quando o prêmio é elevado, e menor quanto o prêmio é baixo.

As teorias supracitadas estão sumarizadas no Quadro 2, que contém ainda as ideias centrais e os principais autores:

Quadro 2 - Teorias relacionadas aos dividendos

TEORIAS	CONCEITO	AUTORES
Relevância	Os investidores consideram menos arriscados os dividendos correntes do que futuros ou ganho de capital (Pássaro na mão). O mercado premia a estabilidade no pagamento de dividendos, o lucro é fator preponderante para a distribuição de dividendos e a política de dividendos é planejada <i>a priori</i> .	Lintner (1956) e Gordon (1959)
Irrelevância	A política de dividendos não é relevante para a tomada de decisão. Pressupõe um mercado sem assimetria informacional, sem custo de agência, sem impostos e com plena mobilidade dos recursos.	Modigliani e Miller (1961)
Efeito Clientela	O efeito clientela na política de dividendos reconhece que existem impostos e outras imperfeições do mercado de capitais, como o custo de transação e os diferentes impostos para cada tipo de investidor. Desta forma, empresas com políticas específicas irão atrair diferentes públicos. Para Modigliani e Miller a existência de um efeito clientela não sugere que uma política de dividendos é melhor que outra.	Modigliani e Miller (1961)
Sinalização	Existe um conteúdo informacional nos anúncios sobre dividendos. O mercado, de alguma forma, reage frente às informações que são disponibilizadas, sugerindo uma relação entre as alterações que ocorrem e os preços das ações.	Ross (1977)

<i>Pecking Order</i>	As empresas seguem uma hierarquia racional para uso dos recursos com menor custo de capital. Lucros retidos, dívida de longo prazo, dívida de curto prazo e patrimônio líquido, respectivamente, estão em ordem de menor para maior custo financeiro.	Myers (1984)
<i>Trade-Off</i>	Implica na escolha, pela empresa, da estrutura ótima de capital, considerando os benefícios fiscais e os custos associados à contratação da dívida. Os benefícios incluem a dedução de taxas, impostos e redução do fluxo de caixa livre que podem ser mal utilizados pelos gestores. O pagamento de dividendos ou os ganhos de capital, analogamente estão sujeitos ao <i>trade-off</i> relacionado aos benefícios fiscais.	Fama e French (2002)
Residual	O pagamento de dividendos decorre do fluxo de caixa residual, que é remanescente do fluxo de caixa livre que cobriu todas as oportunidades aceitáveis de investimento.	Gitman e Madura (2003)
<i>Lifecycle</i>	A decisão sobre dividendos estaria relacionada aos estágios inerentes ao ciclo de vida das organizações. No início das atividades, as empresas pagam pouco dividendo, neste estágio as demandas relacionadas aos investimentos excedem a geração de fluxo de caixa livre. À medida que a empresa amadurece diminui a demanda por projetos promissores e o lucro excedente é direcionado para distribuição aos acionistas.	DeAngelo e DeAngelo (2006)
Agência	Trata dos custos que surgem do conflito entre investidores e agentes controladores. A relação é conflituosa por que no geral os interesses são divergentes. Os acionistas decidem pagar dividendos para subtrair o fluxo de caixa livre em poder dos gestores, evitando gastos ineficazes.	Jensen e Mekling (1976)
<i>Catering Theory</i> (Teoria da restauração)	A decisão de pagar dividendos é baseada na demanda dos investidores. Os gestores aumentam o nível de dividendos para investidores dispostos a pagar um prêmio para empresas que pagam dividendos. Para investidores que não valorizam o pagamento de dividendos os gestores reduzem o nível de pagamento ou não pagam dividendos.	Baker e Wurgler (2003)

FONTE: Elaborado pelo Autor

3.2.3 Pesquisas nacionais e internacionais anteriores sobre dividendos

O Quadro 3 mostra 40 pesquisas nacionais e internacionais, referente ao período de 1956 a 2017, que exploraram os diversos aspectos da política de dividendos. Tem-se a convergência de diversos determinantes como o lucro, a persistência do pagamento de dividendos, a estrutura de capital e de propriedade, dentre outras. No Quadro 3 constam

pesquisas sobre política de dividendos, seus determinantes, as teorias relacionadas e outras características, e tentam expressar o estado da arte do referido tema. Tratam-se de artigos de diversos países, inclusive do Brasil. Constam artigos seminais e outros mais recentes. Várias teorias são abordadas, dentre as quais merece relevo a teoria da agência, que se apresenta recorrente para a maioria das pesquisas.

Quadro 3 - Linha do Tempo – Dividendos x Teorias Relacionadas

Teorias Relacionadas	País	Autor	Aspectos relevantes
Teoria da agência	EUA	Michael C. Jensen (1976)	Teoria da agência - o principal, o titular da propriedade, delega ao agente o poder de decisão sobre esse bem. Uma vez que os interesses do primeiro nem sempre estão alinhados aos do último, podem ocorrer conflitos.
Teoria da agência	EUA	Frank H. Easterbrook (1984)	Utilização de dividendos para reduzir o custo de agência. Endividamento como instrumento de controle da gestão.
Teoria da agência	Brasil	Silva, André Luis Carvalhal (2004)	O efeito da estrutura de controle e propriedade (Governança Corporativa) no valor da empresa, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas do Brasil.
Teoria da agência	Canada	Fodil Adjaoud and Walid Ben-Amar (2010)	Teoria da agência. Governança e política de dividendos. <i>Outcome e substitute model</i> .
Teoria da agência	Japão	Kimie Harada e Pascal Nguyen (2011)	Teoria da agência. O efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos
Teoria da agência	China	Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011)	Evidência empírica do impacto da propriedade familiar e institucional sobre a política de dividendos em empresas de capital aberto.
Teoria da agência	USA	Basse, T., & Reddemann, S. (2011)	Análise da política de dividendos considerando uma conjuntura macroeconômica (Inflação e crescimento real). A suavização de dividendos parece ser um fenômeno relevante.
Teoria da agência	33 países	Bae, S. C., Chang, K., & Kang, E. (2012)	Governança corporativa como variável de controle. Aspectos culturais apresentam-se como adicionais explanadores da política de dividendos.
Teoria da agência	Noruega	Bohren, O., Josefsen, M. G., & Steen, P. E. (2012)	Estrutura de propriedade. Teoria da agência. Política de dividendos como mecanismos de controle das ações dos gestores.
Teoria da agência	Diversos	Julie Byrne e Thomas O'Connor (2017)	O papel do crédito, proteção legal dos acionistas e governança corporativa na determinação da política de dividendos.
Teoria da agência	Taiwan	Kun-Li Lin e Chung-Hua Shen (2012)	O papel da governança corporativa na relação entre oportunidade de investimento e a política de dividendos. <i>Outcome e substitute model</i> .
Teoria da agência	Japão	Yasuharu Aoki (2014)	Teste do <i>outcome e substitute model</i> . Estrutura de propriedade e política de dividendos. Proteção legal dos acionistas minoritários.
Teoria da agência	Diversos	María Gutiérrez Urtiaga e María Isabel Sáez Lacave (2014)	Política de dividendos e a concentração de propriedade. Menor distribuição de dividendos em empresas com sócios majoritários. Teoria da agência. Hipótese de expropriação.
Teoria da agência	EUA	Kose John, Anzhela Knyazeva e Diana Knyazeva (2015)	O impacto da governança corporativa sobre a dívida e os dividendos, sob o enfoque da teoria da agência.
Teoria da agência	China	Michael Firth, Jin Gao, Jianghua Shen e	Teoria da agência. Pagamento de dividendos como mecanismos de controle. Fundos mútuos influenciam o pagamento de dividendos e em maiores montantes.

		Yuanyuan Zhang (2016)	
Teoria da agência <i>Outcome e substitute model</i>	Diversos	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e W. Vishny (2000)	Teoria da agência: <i>outcome</i> e <i>substitute model</i> . 4.000 empresas em 33 países. Evidências que suportam a <i>outcome model</i> .
Teoria da agência e Teoria da sinalização	EUA	Deborah Drummond Smith, Anita K. Pennathur, Marek R. Marciniak (2017)	Investigação do início de dividendos como o produto do desequilíbrio de poder entre acionistas. Início dos dividendos associado à força da estrutura de governança. Outcome model como suporte teórico.
Teoria da relevância	EUA	John Lintner (1956)	Artigo seminal que inseriu dividendo nas discussões acadêmicas e deu origem a toda a discussão sobre o conteúdo informacional dos dividendos.
Teoria da relevância	Diversos	Bar-Yosef, S., & Venezia, I. (1991)	Persistência do pagamento de dividendos. O pagamento de dividendos é proporcional ao fluxo de caixa. O modelo de Lintner também explica o pagamento de dividendos da amostra.
Teoria da relevância	Diversos	Lee, C. F., & Chang, H. (1986)	A taxa de retorno das ações é negativamente relacionada com o risco sistêmico e <i>payout</i> .
Teoria da relevância	Diversos	Chang Yong Ha, Hyun Joong Im, Ya Kang (2017)	Gestores definem dividendos alvos com base em perspectiva de lucros de uma longa série temporal. Persistência de dividendos.
Teoria da relevância	Alemanha	Christian Andres, Markus Doumet, Erik Fernau, Erik Theissen (2015)	Uso do modelo de ajuste parcial de Lintner (1956). Recompra de ações x Política de dividendos. Persistência no pagamento de dividendos.
Teoria da relevância e da irrelevância.	Brasil	Zanon, André Ricardo Moncaio, Araújo, Clésio Gomes e Nunes, André. (2017)	Influência da decisão de distribuir dividendos no valor da empresa.
Teoria da relevância e da irrelevância	Brasil	Silva, Alexandre Oliveira e Dantas, José Alves (2015)	Impactos da política de dividendos sobre o mercado brasileiro em instituições financeiras no Brasil.
Teoria da irrelevância	EUA	Merton H. Miller; Franco Modigliani (1961)	Os dividendos são irrelevantes para a maximização da riqueza dos acionistas. Condições de perfeição de mercado.
Teoria da sinalização	EUA	Ross Watts (1973)	Um dos primeiros estudos desenvolvidos com o objetivo de testar o conteúdo informacional dos dividendos.
Teoria da sinalização	EUA	Stephen A. Ross (1977)	Teoria da sinalização - Dividendos seriam então um mecanismo de transmissão de informação ao mercado.
Teoria da sinalização	EUA	Harry DeAngelo and Linda DeAngelo (1990)	Pagamento de dividendos, entretanto, reduzindo o montante, diante de prejuízos, como instrumento de sinalização.
Teoria da sinalização	Países nórdicos	Eva Liljeblom, Sabur Mollah e Patrik Rotter (2015)	Conteúdo informacional dos dividendos. Lucro por ação x Dividendos. Tratamento de endogeneidade e autocorrelação.
Teoria da sinalização	Diversos	Thomas David e Edith Ginglinger (2016)	Remuneração por dividendos ou ações. Cortes de dividendos não representam más notícias. Acionistas preferem dividendos em ações.
Teoria da sinalização	Diversos	Omar A. Esqueda	Teoria da sinalização, governança corporativa e a política de dividendos.

		(2017)	
<i>Substitute model</i>	8 países emergentes x 100 empresas EUA	Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003)	A política de dividendos não é sensível ao pagamento de dividendos passados. Os resultados suportam a <i>substitute theory</i> . Propriedade institucional usa a política de dividendos como mecanismos de controle dos gestores.
<i>Pecking order e trade-off</i>	Diversos	Aggarwal, R., & Kyaw, N. A. (2010)	Pesquisa comparativa entre empresas domésticas e multinacionais quanto ao acesso e volume de dívidas. Operações internacionais apresentam maior risco, maior custo da dívida.
<i>Trade-off theory</i>	Diversos	Nicos Koussis, Spiros H. Martzoukos, Lenos Trigeorgis (2017)	Pagar dividendos ou reter lucro? Análise da política de dividendos considerando a dívida risco de inadimplimento, custo de falência, opções de crescimento e incerteza das receitas.
<i>Life cycle theory</i>	Diversos	Julie Byrne, Thomas O'Connor. (2017)	A política de dividendos influenciada pelo direito e a cultura dos credores. Relevância das interações entre os direitos dos credores e a cultura na determinação da política de dividendos.
Teoria do pássaro na mão	EUA	M. J. Gordon (1959)	Artigo seminal. Investidor prefere dividendos à ganho de capital. Teoria do pássaro na mão.
Efeito clientela	Taiwan	Lee, Y.-T., Liu, Y.-J., Roll, R., & Subrahmanyam (2006)	Efeito clientela e estrutura de propriedade. Impostos e política de dividendos.
Efeito clientela	EUA	Elton e Gruber (1970)	Verificaram a existência do efeito clientela. Na ausência de impostos, o mercado deve avaliar as ações, entre outras coisas, com base no valor dos dividendos pagos.

FONTE: Elaborado pelo Autor

Além da teoria da agência, que fundamenta a maioria dos artigos acima, apresenta-se também recorrente as teorias da relevância, irrelevância e sinalização. Das 40 pesquisas, 14 consideraram o mercado americano. 13 são relacionadas a uma amostra de vários países, e as outras 13 pesquisas estão distribuídas entre China, Brasil, Taiwan, Alemanha, Canadá, Japão e Noruega.

3.3 Fatores moderadores da Política de dividendos

Sob o enfoque da Teoria da Agência a política de dividendos pode ser influenciada pela governança corporativa (JIRAPORN, KIM e KIM, 2008). O pagamento de dividendos pode atender às expectativas de retorno dos acionistas, principalmente os minoritários, a partir da pressão exercida pelos mecanismos de governança corporativa (elevado direito dos acionistas e atuação dos conselheiros independentes). A literatura tem abordado outros determinantes da política de dividendos, como estrutura de propriedade, endividamento, tamanho da empresa, oportunidade de crescimento, dentre outros. A persistência do pagamento dos dividendos e a expectativa do lucro têm mostrado ter efeito sobre o pagamento de dividendos e o seu montante (YONG HA, JOONG IM, e KANG, 2017).

A política de dividendos pode ser utilizada como mecanismo de sinalização e/ou para controlar as ações dos gerentes, reduzindo os custos de agência (AIVAZIAN, BOOTH e CLEARY, 2003). Fatores macroeconômicos também podem influenciar as estratégias da política de dividendos (BASSE e REDDEMANN, 2011). A taxa de retorno anual das ações se mostrou relacionada negativamente com o pagamento de dividendos (LEE e CHANG, 1986; FIGUEIREDO, 2002; BUENO, 2002; NOVIS e SATO, 2003). Muitos fatores têm sido pesquisados como preponderantes para explicar o pagamento de dividendos. Alguns dos mais recorrentes são a rentabilidade, oportunidades de crescimento, tamanho, alavancagem e os dividendos prévios (FAMA e FRENCH, 2002; DENIS e OSOBOV, 2008; DAVID, NAKAMURA e BASTOS, 2009).

As necessidades de investimentos também se tornaram alvo de investigação na tentativa de explicação da política de dividendos. As diretrizes de regulamentação de um país, a forma de aplicação desta regulamentação, a volatilidade e outras imperfeições do mercado brasileiro, se mostraram mais significantes do que a variável investimento (LOSS e NETO, 2006). Por outro lado, a literatura tem sinalizado que a política de investimento impacta a política de dividendos. Com suporte das teorias *pecking order* e *trade-off* verificou-se que as empresas mais rentáveis e menos propensas a realizarem investimento pagarão mais dividendos (FAMA e FRENCH, 2002).

Em uma revisão sobre a literatura envolvendo a política de dividendos no Brasil verificou-se que os estudos são recentes (com destaque a partir de 1990). Internacionalmente, as pesquisas tocantes ao tema, ocorrem desde 1950. Nesta revisão de literatura brasileira observou-se que (MARTINS e FAMÁ, 2012):

- a) no mercado brasileiro a política de dividendos é relevante;
- b) confirmou-se a existência de problemas de agência;
- c) os resultados não se alinham às hipóteses das teorias clientela e sinalização;
- d) há influência dos tributos na definição da política de dividendos.

O comportamento intertemporal dos dividendos trimestrais, evidenciando que o anúncio de pagamento de dividendo por parte das empresas motiva as outras empresas para o aumento e também para uma política mais persistente e mais previsível. Ou seja, não se muda o montante pago, fazendo com o investidor saiba com certa precisão quanto e quando ele irá receber de dividendo. Tem-se verificado dois fenômenos descritos na literatura: a diminuição do conteúdo informacional e o maior grau de suavização dos dividendos (ANDRES e HOFBAUR, 2017).

Yong Ha, Joong Im e Kang (2017) investigaram se os gestores estabelecem dividendos alvo com base nas perspectivas de lucros futuros. Foi constatado que as empresas ajustam o pagamento de dividendos ao objetivo alvo muito mais rápido do que a literatura tem preconizado. Quando os gerentes planejam os ganhos futuros estão mais dispostos a perserguir a meta de dividendo, aumentando a velocidade de ajuste.

Segundo Koussis, Martzoukos e Trigeorgis (2017), a irrelevância da política de dividendos é questionável. A irrelevância da política de dividendos se confirma quando o mercado não conta com risco de default, ou seja, não pagamento da dívida por parte das empresas. Não ter o risco de default é um dos pressupostos do mercado perfeito. Empresas com baixa rentabilidade e elevada volatilidade da receita são impelidas a um maior pagamento de dividendos, pois tem-se o risco de perdas nos saldos dos fluxos de caixas dos acionistas em caso de inadimplência. Os lucros retidos, sob alta volatilidade de receitas, exercem papel preponderante na presença de excelentes opções de crescimento (KOUSSIS, MARTZOUKOS e TRIGEORGIS, 2017).

He et al (2016) avaliaram a reversão do efeito da restrição de crédito corporativo no uso de fontes internas e externas de financiamento das companhias. Tal avaliação foi condicionada ao impacto de um choque exógeno relacionado a uma nova regulação sobre distribuição de dividendos imposta pelo governo chinês em 2008. Os resultados apontaram, no ambiente sem regulação, para uma confirmação da relação inversa, sugerida pela teoria *pecking order*. Ou seja, as empresas farão uso de recursos financeiros internos para projetos promissores e/ou pagamento de dividendos, em detrimento das fontes externas. Na imposição da lei chinesa, em 2008, que trouxe novas regras à relação entre fundos internos e externos, o uso de fundos externos é mais disputado. Em circunstâncias de restrições de crédito as empresas com dificuldades de acessar fontes externas estão mais propensas a pagar dividendos. Após a regulação são mais resistentes em abandonar suas políticas de dividendos.

3.3.1 Governança Corporativa

O conceito e as práticas de governança corporativa vêm sendo discutidos há mais de cinco décadas, e nos últimos anos têm ocupado papel de destaque em diversos países. No Brasil, a estrutura de propriedade, que pode impactar significativamente a governança corporativa, tem mudado devido à abertura da economia. A partir de 1990, as privatizações, entrada de novos investidores estrangeiros e inserção dos investidores institucionais no mercado de capitais têm mudado a estrutura de propriedade das empresas

brasileiras. Vários aspectos surgiram para estímulo e aperfeiçoamento dos modelos de governança, como a criação dos segmentos diferenciados de governança – Nível 1, Nível 2, e Novo Mercado – na BM&FBOVESPA. Outras melhorias foram experimentadas como a aprovação da nova lei das sociedades anônimas (Lei 10.303/01), a regulação dos fundos de pensão (CMN 2.829/01), a atuação do BNDES como fomentador do mercado de capitais e o código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC (SILVA, 2004; ALMEIDA e SANTOS, 2008).

Segundo Silva (2004) tem-se no Brasil um elevado grau de concentração do capital votante. Nos casos de inexistência de um acionista majoritário, o maior acionista detém elevada parcela do capital votante. Foi verificado uma relação positiva entre governança corporativa, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos (SILVA, 2004).

Sob o espectro da teoria da agência tem-se evidência que a governança corporativa, afeta a política de dividendos de forma positiva (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; AOKI, 2014). Ou seja, quanto melhores forem as práticas de governança corporativa mais se paga dividendos. Porém, um comportamento adverso tem sido abordado pela literatura. Tanto o acompanhamento ou controle da ação do gestor, como a inexistência deste controle, poderá influenciar o pagamento de dividendos. Com o controle eficaz da gestão pode-se pagar dividendo para diminuir o fluxo de caixa livre da mão dos gestores. Sem o controle da gestão ou controle fragilizado, poderá pagar-se dividendos como instrumento substitutivo deste controle.

Smith, Pennathur e Marciniak (2017) avaliaram empresas dos EUA no período de 2003 a 2012. Os autores verificaram que a motivação para iniciar o pagamento de dividendos pode ser resultante do desequilíbrio de forças entre acionistas e gestão. Observou-se ainda que a adoção de uma política de dividendos parece estar associada a uma melhor estrutura de governança com forte direito de acionistas e independência do conselho. Smith, Pennathur e Marciniak (2017) sugerem que são vários os fatores motivadores para as empresas iniciarem o pagamento de dividendos, em geral, associados ao nível de governança corporativa, estrutura de propriedade e a forma de gestão dos CEOs e diretores. Enfim, sob uma estrutura de governança mais fragilizada, a decisão de iniciar o pagamento de dividendos é motivada por conflitos de agência ao invés de considerar questões de investimentos ou estrutura de capital.

Para verificar se o gestor age em benefício próprio testam-se as hipóteses *outcome model* e o *substitute model*. O *outcome model* preconiza que o sistema de governança é eficiente, e é capaz de gerar dividendos como produto, ou saída, sendo, desta forma, o sistema de governança corporativa favorável a uma mais alta distribuição de dividendos (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; AOKI, 2014; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2017; JONH, KNYAZEVA e KNYAZEVA, 2015; ESQUEDA, 2016; SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017). Por outro lado, o *substitute model* considera o pagamento de dividendos como substituto de um controle fragilizado ou inexistente (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2017; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017)

A condução eficaz da governança corporativa, em países emergentes, pode estar relacionada positivamente com o pagamento de dividendos. Este resultado é consistente com a teoria da agência. A teoria preconiza que será proporcionado aos investidores mais direitos, para verificar se há alinhamento das ações da gestão com os interesses dos acionistas. Isto convergiria para o melhor pagamento de dividendos. As empresas com elevado nível de governança e os mecanismos de controle governamentais que protegem os investidores apresentam-se como aspectos impulsionadores do pagamento de dividendos. Adicionalmente, verificou-se uma relação negativa entre expectativa de crescimento e o pagamento de dividendos (MITTON, 2004).

A adoção de uma política de dividendos parece estar associada a uma melhor estrutura de governança, que visa proteger os acionistas e direcionar as escolhas para uma maior independência do conselho de administração. Sob uma estrutura de governança mais fragilizada, a decisão de iniciar o pagamento de dividendos é motivada por conflitos de agência (SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017). Um sistema de governança corporativa bem delineado, com mecanismos eficientes de controle e conseqüentemente maior proteção para o acionista, sobretudo os minoritários, traz benefícios para todo o público de interesse. A governança corporativa tem influenciado as decisões dos gestores na determinação da política de dividendos. A presente pesquisa desenvolve-se no sentido de analisar a política de distribuição de dividendos da empresa brasileira sob a ótica da

teoria da agência, ao considerar os possíveis efeitos da governança corporativa sobre esta política.

O Quadro 4 apresenta os principais achados das pesquisas que versam sobre governança corporativa no âmbito da política de dividendos. Neste Quadro 4, a governança como fator explicativo dos dividendos, apresenta-se como um indexador ou indicador global.

Quadro 4 – Trabalhos sobre Governança Corporativa, como Indicador global, e dividendos

Trabalho	Hipótese	Aspectos da governança	Resultados
Jirapom, Kim e Kim (2008)	<i>Outcome e substitute hypotheses</i>	Padrão de governança do ISS (<i>Institutional Shareholder Services</i>) – Gov Score com oito categorias de governança (Geral e específico)	Significante associação entre governança corporativa e o pagamento de dividendos.
Bae, Chang e Kang (2009)	O pagamento de dividendos está relacionado com nível de proteção dos investidores	Indexador de Djankov et al. (2008), que mede o grau de proteção dos acionistas minoritários.	Os resultados sugerem que uma diferença cultural entre os países oferece um poder adicional de explicar a variação do nível de dividendos
Bachman, Azevedo e Clemente (2012)	O nível de governança corporativa impacta a regularidade dos dividendos	Avaliação da empresa considerando o nível de adesão de governança (1, 2 e Novo Mercado) e o tempo (anos)	Após teste de correlação de Pearson verificou-se algumas correlações entre variáveis de governança e dividendos.
Ribeiro, Filho, Júnior, Almeida e Santos (2013)	Há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos.	Avaliação da empresa considerando o nível de adesão de governança (1, 2 e Novo Mercado)	Não há associação entre práticas mais rigorosas de Governança Corporativa da BM&FBovespa e a política de distribuição de dividendos
Byrne e O'Connor (2014)	O nível de crédito, a proteção aos acionistas e a governança corporativa impactam o pagamento de dividendos	Governança corporativa = vendas/total de ativo	Significante papel do crédito, proteção aos acionistas e governança corporativa na definição da política de dividendos.
Marques, Alves, Amaral e Souza (2015)	H ₀ : Q _{Tobin} , NivEnd, PayoutNGo v _i ≠ Q _{Tobin} , NivEnd, PayoutNGo v _j H ₁ : Q _{Tobin} , NivEnd, PayoutNGo v _i = Q _{Tobin} , NivEnd, PayoutNGo v _j	Avaliação da empresa considerando o nível de adesão de governança (1, 2 e Novo Mercado)	Os resultados evidenciam existir diferenças estatisticamente significativas entre os grupos nas comparações entre os mesmos para o nível de endividamento, Q de Tobin e índice <i>payout</i> coerentemente com as teorias vigentes
Souza, Peixoto e Santos (2016)	Há uma relação positiva entre a governança corporativa e a distribuição de dividendos aos acionistas das companhias listadas na BM&F Bovespa.	Empresas participantes dos níveis de GC da BM&FBovespa <i>Dummy</i> para os níveis diferenciados: 0 para mercado tradicional e Nível 1; 1 para Nível 2 e Novo Mercado.	Os resultados apontam que empresas que compõem os níveis mais altos de GC possuem maior transparência informacional, distribuindo maior volume de dividendos advindos dos lucros auferidos, de forma a recompensar seus acionistas.

FONTE: Elaborado pelo Autor

O Quadro 5 apresenta os principais achados das pesquisas que versam sobre governança no âmbito da política de dividendos. Neste Quadro 5 a governança, como fator explicativo dos dividendos, apresenta-se como aspectos ou práticas específicas.

Quadro 5 – Trabalhos sobre aspectos específicos da Governança Corporativa e Dividendos

Trabalho	Hipótese	Aspectos da governança	Resultados
Silva	1. Empresas com grande concentração dos direitos de voto têm baixo <i>payout</i> .	Capital votante	Não tem diferença estatisticamente

(2004)	2. Empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa têm alto <i>payout</i> . 3. Empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm baixo <i>payout</i> .	Capital total Capital votante/total	significativa entre o <i>payout</i> das empresas em função da origem do capital. Empresas com acionistas majoritários familiares tendem a apresentar menor <i>payout</i> quando comparadas com as demais; já as empresas estatais tendem a apresentar os maiores <i>payouts</i>
Adjaoud e Bem-Amar (2010)	<i>Outcome e substitute hypotheses</i>	Score da Globe e Mail Report on Business <i>Board composition score</i> <i>Shareholders right score</i> <i>Corporate governance disclosure quality score</i>	Forte estrutura de governança corporativa está associada ao pagamento de dividendos
Lin e Shen (2012)	<i>Substitute e outcome model</i>	<i>LargeShare</i> – Total das ações dos proprietários/total de ações externas. <i>CFR_VR</i> – Direito ao fluxo de caixa / Direito de voto dos acionistas controladores <i>IndBoard</i> – Diretores independentes / Total de diretores SPBL - 100 menos a razão de penhor (ações prometidas para empréstimos bancários) e o número total de ações controladas pelo Conselho de administração.	Suporte para <i>substitute model</i> usando diferentes variáveis de governança. <i>Outcome model</i> foi refutada.
Byrne e O'Connor (2014)	O nível de crédito, a proteção aos acionistas e a governança corporativa impactam o pagamento de dividendos	Governança corporativa = vendas/total de ativo	Significante papel do crédito, proteção aos acionistas e governança corporativa na definição da política de dividendos.
Aoki (2014)	Concentração de propriedade impacta a política de dividendos A governança corporativa afeta a política de dividendos. <i>Outcome e substitute hypotheses</i>	Estrutura de propriedade	Empresas que os acionistas participam da gestão pagam mais dividendos do que as empresas que não tem a participação dos acionistas na gestão dos negócios.
Jiang, Ma e Shi (2017)	A informação de liquidez das ações incentiva aos gestores a pagar mais dividendos.	Utilização de duas variáveis <i>dummys</i> : Uma para empresas estatais e outra relacionando o direito de voto do acionista controlador e o direito deste sobre o fluxo de caixa as empresas.	Relacionamento positivo entre a liquidez das ações e o pagamento de dividendos.

FONTE: Elaborado pelo Autor

3.3.2 *Substitute e Outcome model*

Na ausência de um sistema de governança corporativa os acionistas podem decidir adotar uma política de monitoramento da direção executiva via política de dividendos. Ao estabelecer um mais alto nível de pagamento de dividendos reduz-se o fluxo de caixa livre nas mãos da direção, evitando o uso inadequado destes recursos (JENSEN, 1986). Mecanismos de controle são importantes para evitar que os gestores incorram em risco

moral, quando passam a priorizar seus interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. O pagamento de dividendos como substituto de práticas fragilizadas do sistema de governança, ou instrumento adicional da governança corporativa, que monitore as ações dos gestores tem sido tratado pela literatura (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; BYRNE e O'CONNOR, 2017; LIN e SHEN, 2012; JONH, KNYAZEVA e KNYAZEVA, 2015; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONG IM e KANG, 2017).

Parte da literatura tem documentado uma relação inversa entre a governança corporativa e a política de dividendos. Ou seja, quanto mais fraca as bases de controle da gestão, mais propensa se apresenta a empresa para pagar dividendos, como substituto de práticas não adotadas ou fragilizadas de governança corporativa (JIRAPORN e CHINTRAKARN, 2009; GOMPERS, ISHII e METRICK, 2003, HU e KUMAR, 2004; JIRAPORN e NING, 2006; JONH e KNYAZEVA, 2006; JO e PAN, 2009; OFICCER, 2007; LIN e SHEN, 2012; JONH, KNYAZEVA e KNYAZEVA, 2015).

O *substitute model* preconiza que o pagamento de dividendos ocorre em substituição às práticas de governança corporativa ou quando as práticas de governança implementadas são deficientes. (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; LIN e SHEN, 2012; BYRNE e O'CONNOR, 2017; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017). A política de dividendos e a governança corporativa, proporcionam uma estratégia capaz de minimizar os conflitos de agência decorrentes da relação entre agente e principal (ROZEFF, 1982; EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LANG e LITZENBERGER, 1989).

Jiraporn e Chintrakarn (2009) verificaram o impacto de aspectos específicos da governança corporativa (*staggered board* ou conselho classificado – os membros são organizados em classes, e cada classe é eleita em períodos diferentes, impondo uma renovação parcial do conselho) sobre a política de dividendos, considerando a teoria da agência. Ademais, as empresas com frágil modelo de governança corporativa, com deficiências nos mecanismos de controle, tendem a pagar mais dividendos, de acordo com o que preconiza a hipótese *substitute model* (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-

AMAR, 2010; AOKI, 2014; BYRNE e O'CONNOR, 2017; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017).

O sistema de governança corporativa deve ser capaz de coibir a má utilização de recursos pelo gestor. Há resultados que apontam para uma relação entre uma boa sistemática de governança corporativa e pagamento de dividendo. A boa governança melhorar a proteção de acionistas minoritários, e a mais elevada distribuição de dividendos figura como instrumento de controle dos gestores (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; MITTON, 2005).

O *outcome model* corrobora para e a hipótese do monitoramento, com pagamento de dividendo como instrumento de controle (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; BYRNE e O'CONNOR, 2017; LIN e SHEN, 2012; ESQUEDA, 2016; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017). O *outcome model* prevê que os acionistas minoritários, em ambiente de melhor estrutura de governança corporativa (mecanismos de controle da gestão), pressionam os gestores para um maior pagamento de dividendos.

O Quadro 6 apresenta considerações sobre as pesquisas que abordaram o *outcome model*. As pesquisas apontam para uma relação positiva entre governança corporativa e pagamento de dividendos.

Quadro 6 - Literatura que aborda *Outcome Model*

Trabalho	Variáveis	Efeito	Estratégias	Resultados
La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000)	Diversas métricas de dividendos como variável dependente. Dummies Commom e Civil Law, Low e High protection. Média anual do crescimento de vendas dividido pelo período.	<i>Outcome model</i>	Regressão linear com Random efect. Estudo empírico em grandes empresas de 33 países. Incluíram a oportunidade de investimento como variável adicional. Aplicaram teste de média para diferentes métricas de dividendos considerando civil law e comom low, a oportunity de crescimento e maturidade.	Os resultados sugerem que a teoria da agência é relevante como suporte teórico da política de dividendos. Foi encontrado suporte consistente para hipótese <i>outcome model</i> .
Kowalewski, Stetsyuk e Talavera (2007)	CG Index como variável explicativa, Dividendos/fluxo de caixa, dividendos/lucro e dividendos/vendas como variável dependente. Dívidas, vendas,	<i>Outcome model</i>	Aplicação de três técnicas econométricas: pooled OLS, pooled probit e pooled tobit.	Verificado uma forte correlação entre a política de dividendos e a qualidade da governança corporativa expressa pelo TDI – Transparecny Disclosure Index e seus sub-índices. Os sub-índices envolvem o Conselho de administração e

	ativo, ROA, tobin's Q e outras como variável de controle.			transparência.
Adjaoud e Bem-Amar (2010)	Payout como variável dependente, Tamanho da empresa, ROE, valor da empresa, volatilidade do preço, dummies de ano e setor, como variáveis de controle e CG Score como variável explicativa	<i>Outcome model</i>	Verificou a endogeneidade entre governança corporativa e política de dividendos com os modelos: $\text{Payout}(t) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CG-Score}(t - 1) + \alpha_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variables}$ $\text{CG-Score}(t) = \beta_0 + \beta_1 \text{CG-Score}(t - 1) + \beta_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variables}$	Concluíram que uma forte estrutura de governança corporativa está associada ao pagamento de dividendos. Os fatores de governança considerados foram composição do conselho, Participação e remuneração de acionistas executivos e política de transparência.
Smith, Pennathur e Marciniak (2017)	Pagamento inicial de dividendos como variável dependente. Tamanho, Alavancagem, ROA e ativo tangível/ativo total, como variáveis de controles. Aspectos diversos da governança como variável explicativa.	<i>Outcome Model</i>	Verificação da relação entre política de dividendos e governança corporativa. Uso de modelo Logit.	Concluíram que uma forte estrutura de governança corporativa está associada ao pagamento de dividendos. Os fatores de governança considerados foram sistema de proteção aos acionistas e participação de conselheiros independentes.

FONTE: Elaborado pelo Autor

O sistema de governança corporativa visa a proteger os interesses dos acionistas, de forma especial os minoritários, e dos demais públicos de interesse. Tal proteção se dá a partir de boas práticas de governança, que incentivam a transparência das ações dos gestores e o uso adequado dos recursos. Estas boas práticas diminuem a probabilidade de desvio destes recursos por parte dos gestores. O pagamento de dividendos pode se apresentar como mais um instrumento de proteção, neste caso subtraindo o fluxo de caixa livre da mão do gestor, evitando o uso deste fluxo em benefício próprio. A distribuição em forma de dividendos também protege o interesse daquele acionista minoritário que prefere dividendos a ganhos de capital.

O *outcome model* preconiza que o pagamento de dividendos é um instrumento de controle, ou saída do sistema de governança corporativa. Essa saída ou produto é resultante do processo de conformidade (*compliance*) organizacional. O processo de conformidade diz respeito ao comportamento de colaboradores e da alta administração para se fazer cumprir ou satisfazer o que foi imposto pela legislação e por princípios éticos adotados. Segundo a hipótese *outcome model*, o montante de dividendos pago será maior, quando melhor for a estrutura da governança e a qualidade das práticas exercidas.

Das empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA, constantes na amostra, 85,79% fazem parte dos níveis 1, 2 e novo mercado. Dessas, 64,1% estão no novo mercado. As demais, 14,21% estão no mercado tradicional. Esta distribuição mostra que as empresas da amostra buscam estabelecer um processo de conformidade a partir da adoção de uma das categorias de governança da BM&FBOVESPA. De acordo com *outcome model* os dividendos constituem-se em instrumento de controle das ações dos gestores como saída do sistema de governança corporativa. Constitui-se em sistema efetivo de proteção legal para acionistas minoritários. Dessa forma, os acionistas minoritários pressionam as empresas a pagar dividendos, evitando uso inadequado do recurso financeiro em benefício dos acionistas executivos (*insiders*). Uma forma de exercício da força legal por parte dos minoritários é a prática do voto escolhendo diretores mais inclinados ao pagamento de dividendos. Outra forma seria vender suas ações não pagadoras de dividendos para adquirir outras com histórico de boa política de dividendo. Por fim, minoritários, no exercício de seu poder, poderiam processar empresas que despendem esforços para benefícios de seus executivos. Desta forma, espera-se verificar uma correlação positiva entre dividendos e a governança, o que sugere a proposição da primeira hipótese:

Por outro lado, o Quadro 7 apresenta considerações sobre as pesquisas que abordaram o *substitute model*. Não verificou-se achados no Brasil sobre o *substitute model* que apresenta um efeito negativo explicativo da governança corporativa sobre a política de dividendos. Encontrar esse efeito pode constituir em aspecto de novidade para os achados envolvendo governança corporativa e política de dividendos. Sem sistema de governança corporativa ou fragilidade das práticas de governança adotadas o pagamento de dividendos pode ocorrer como instrumento de proteção em substituição ao sistema de governança não estruturado adequadamente. No *substitute model* verifica-se uma relação positiva entre pagamento de dividendos e a vulnerabilidade ou inexistência de práticas de governança que objetivam proteger os *stakeholders*.

No Brasil, um efeito negativo entre governança corporativa e política de dividendos pode estar associado à perspectiva de investimentos em projetos lucrativos. O sistema estruturado de governança corporativa, apoiaria as decisões dos executivos na direção de não pagar dividendos para alocar recursos em projetos promissores. Isso sugere um efeito negativo, dado que a adoção de práticas de governança estaria associada a menores montantes de dividendos pagos.

Ainda no Brasil, empresas com frágeis sistemas de governança corporativa, mostrariam-se impelidas a pagar dividendos, como instrumento substituto da adoção de práticas de governança, para melhorar suas reputações frente aos mercados para êxito na captação de recursos no mercado de capital.

Quadro 7 - Literatura que aborda o *Substitute Model*

Trabalho	Variáveis	Efeito	Estratégias	Resultados
Esqueda (2016)	Dividendo/total ativo, payout ((dividendos/ação)/(lucro/ação)) e dividend yield ((dividendo/ação)/(preço/ação)) como variável dependente. Como variáveis independentes têm-se o Lucro antes de juros e dividendos/total do ativo, passivo/total ativo, CAPEX, ROE, Crescimento das vendas, Tamanho e outras.	<i>Substitute (Cross-listed company) e Outcome Model (No cross-listed company)</i>	As duas hipóteses foram verificadas dadas as circunstâncias de dois grupos de empresas. Cross-listed e no cross-listed company. Ou seja, empresas com ações negociadas em outros países, além do país de origem.	Para empresas listadas em bolsa de vários países verificou-se que diante de uma estrutura forte de governança corporativa não se paga dividendos.
Jiraporn e Ning (2006)	Dividendos, dividendos/lucro, dividendos/vendas, dividendos yield como variável dependente. CG Index e característica do conselho como variável explicativa e característica da empresa como variável de controle	<i>Substitute model</i>	Verificou a endogeneidade entre governança corporativa e política de dividendos com os modelos: $\text{Payout}(t) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CG-Score}(t - 1) + \alpha_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variables}$ $\text{CG-Score}(t) = \beta_0 + \beta_1 \text{CG-Score}(t - 1) + \beta_2 \text{Payout}(t - 1) + \text{control variables}$	Os resultados convergem para a hipótese <i>substitute model</i> . O pagamento de dividendo ocorre para substituir um sistema de governança com baixa eficácia nos controles das ações dos executivos.
Lin e Shen (2012)	Payout como variável dependente. Independentes, Cashflow, Marketvalue/book value, Leverage, Size, Largeshare, Cashflow rights, independent director e 100 – pledge ratio.	<i>Substitute model</i>	Verificou o papel da governança corporativa na relação entre oportunidade de investimento e política de dividendos. A amostra foi dividida em empresas com forte e fraca governança. Utilizou o método endogenous switching regression model (Hu e Schiantarelli, 1998)	Os achados suportam a hipótese <i>substitute model</i> . Os dividendos funcionam como ferramenta de estabilidade da reputação com gestor, mas para empresas com baixa eficácia nos controles da governança corporativa.
Aivaizian, Booth e Cleary	Payout e dividend yield como variável dependente. Como	<i>Substitute Model</i>	Verificação da política de dividendos em 8 países emergentes.	Os resultados apoiam a hipótese <i>substitute model</i> em países emergentes. O pagamento de

(2003)	variáveis independentes, dívida/ativo, ROE e lucro.		Usou modelo de Lintner para análise de regressão: $\Delta Dt_{i,t} = a_i + c_i(Dt_{i,t-1} - Dt_{i,t-2}) + \epsilon_{i,t}$ $Dt_{i,t} = a_i + (1 - c_i)Dt_{i,t-1} + c_i \epsilon_{i,t}$	dividendos atua como mecanismo de controle em substituição da fragilidade nos controles de governança.
--------	---	--	--	--

FONTE: Elaborado pelo Autor

No Brasil as empresas têm avançado na adoção de práticas de governança corporativa. Um número cada vez maior de empresas tem buscado uma categoria de maior estruturação de *compliance*. O *substitute model* contraria a argumentação de pagamento de dividendos como instrumento de controle de um sistema de governança robusto.

O efeito de substituição da estrutura de governança corporativa a partir do pagamento de dividendos tem também a função de melhorar a reputação dos gestores objetivando aumentar a confiança desses frente ao mercado e acionistas. Pagar dividendos funciona como um mecanismo de moderação da reputação dos gestores para atrair fundos do mercado de capital. A preocupação com a reputação dos gestores no que diz respeito ao efeito da expropriação é mais latente em países com baixa proteção dos acionistas minoritários. No Brasil, que ainda tem um modesto mercado de capitais, mecanismos de controle ainda estão sendo adaptados. Ainda não se tem um sólido sistema de proteção legal para os acionistas. Logo, é possível observar um comportamento na direção de pagar dividendos como elemento substituto do sistema de governança eficaz. Assim, apresenta-se provável a hipótese 1:

Hipótese 1: A adoção de práticas de governança corporativa tem efeito sobre o pagamento de dividendos.

Considerando a proposição do efeito da governança corporativa sobre a política de dividendos sugere-se que:

- a) Uma forte estrutura de governança corporativa exerce pressão sobre o agente para liberação de recursos aos acionistas na forma de dividendos. Desta forma, propõe-se que uma governança eficaz, protege o acionista contra a discricionariedade do gestor, e/ou protege o acionista minoritário contra a expropriação por parte do acionista majoritário (*Outcome Model*).
- b) Um sistema fragilizado, ou inexistente, de governança corporativa pode ser substituído por uma política de dividendos que distribui mais riqueza para os

acionistas. Os dividendos podem funcionar como instrumento de controle das ações dos gestores, ao reduzir o fluxo de caixa livre. Portanto, evita-se o uso inadequado do fluxo de caixa em benefício próprio (*Substitute Model*).

Esquerda (2016) identificou os dois comportamentos. Encontrou suporte para o *substitute model* para empresas com ações negociadas em bolsas de países diferentes e o *outcome model* para empresas com ações negociadas em bolsa de somente um país. La Porta et al. (1999) também testou as duas hipóteses. Nesse estudo, La Porta et al. (1999) encontraram suporte somente para aceitar a hipótese *outcome model*.

3.3.3 O pagamento pretérito de dividendos

Consta também documentado pela literatura que a manutenção de uma política de dividendos e os anúncios associados aos pagamentos de dividendos impulsionam outras empresas a estabelecer uma política de dividendos igualmente persistente. Tem-se apresentado também evidente dois comportamentos descritos pela literatura: o declínio do conteúdo informacional, quanto aos anúncios dos dividendos e o maior grau de suavização dos dividendos (ANDRES e HOFBAUR, 2017).

Yong Ha, Joong Im e Kang (2017) sugerem que a persistência de pagar dividendos é resultante de um planejamento dos gerentes, que combinam o pagamento de dividendos a uma meta de dividendos. Segundo os autores a meta, ou alvo de dividendos geram pagamentos futuros mais suavizados, ou seja, mais constante. Chazi, Boubakri e Zanella (2011) identificaram uma política de dividendos conservadora, na qual os executivos relutam em alterá-la e baseiam seus pagamentos em práticas passadas.

É comum no Brasil as empresas fazerem seus planejamentos baseando-se em resultados históricos. Muitas vezes, a partir de médias móveis e/ou outras técnicas de previsões baseadas em resultados pretéritos. Em especial, fazem planejamento para previsão de receitas, lucro e outros resultados do negócio, como também a expectativa de pagamentos dos dividendos. A população brasileira ainda é muito conservadora no que se refere a investimentos. O principal produto ainda é a poupança. Uma parcela importante tem migrado para aplicações em título do tesouro. Entretanto, vem crescendo o número de brasileiros que tem arriscado suas poupanças no mercado de capitais. Investindo em ações visando ganhos de capitais e dividendos. Apesar desse movimento, mesmo os investidores em ações possuem perfil bastante conservador, ainda mais por que se tem ainda um novo cenário, com muita aprendizagem pela frente. Esse conservadorismo pode sugerir aos gestores um dimensionamento de política de dividendos mais previsível, baseada em

práticas passadas, com menor risco para os acionistas minoritários. Portanto, considera-se oportuno verificar a hipótese 2:

Hipótese 2: A política de dividendos da empresa brasileira é condicionada por práticas passadas de distribuição de dividendos.

3.3.4 O investimento

Para o Brasil o investimento empresarial é de fundamental importância, tanto no que se refere a capital físico como investimento em inovação, para fazer frente às demandas de crescimento das empresas e da economia brasileira (CRISÓSTOMO, 2009). A decisão da empresa de investir passa por duas etapas: (a) onde investir e (b) em que momento alocar o recurso para o investimento. No que se refere a onde investir leva-se em consideração as escolhas em projetos promissores com retorno superior ao custo de capital. Com relação ao momento, tem-se oportuno verificar a disponibilidade de recursos para financiamento e as oportunidades de negócios disponíveis (LOSS e NETO, 2006).

No que diz respeito à política de dividendos, a literatura tem abordado a possível associação entre os dividendos e os investimentos da empresa, considerando que a retenção de lucros para financiar investimento parece ser algo comum entre as empresas como previsto pela teoria *Pecking-order*. A destinação de lucros para financiar investimento tem a natural consequência de possível redução de distribuição de lucros na forma de dividendos. Neste contexto, há estudos que analisam esta relação entre nível de investimento e a distribuição de dividendos. Alguns trabalhos apontam para um efeito dos dividendos sobre as decisões de investimentos (LOUTON e DOMIAN, 1995). Em outros estudos tem-se o contrário, as decisões de investimento afetando o pagamento de dividendos (HIGGIS, 1972). Tem-se ainda evidência empírica de não relacionamento entre os comportamentos dessas duas decisões financeiros (DEFUSCO, DUNHAM e GEPPERT, 2013)

Assim, tem-se evidência, em estudos não tão recentes, que a política de dividendos afeta o investimento e vice versa (DHRYMES e KURTZ, 1967; GRABOWSKI E MULLER, 1972; PETERSON e BENESH, 1983). Higgs (1972) encontrou fundamentos que o investimento é um importante fator de explanação da política de dividendos, mas não concluiu o caminho inverso, que a política de dividendos afeta o investimento. Por outro lado, Louton e Domian (1995) verificaram que o investimento é afetado pela política de dividendos.

Decisões de investimento e pagamento de dividendos podem concorrer para o uso do mesmo recurso. Ao optar pelas duas decisões, no mesmo período, ou seja, pagar dividendos e investir em projetos promissores, a empresa deverá buscar fontes de recursos externas. No Brasil, as fontes externas de recursos ainda são limitadas e com custo elevado, sugerindo que as decisões de investimento e dividendos devem ser bem planejadas, e provavelmente, realizadas em momentos diferentes (CRISÓSTOMO, 2009; CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA, VALLELADO, 2014).

A literatura aponta para uma relação positiva entre fundos internos (fluxo de caixa) e investimento, seja em mercados desenvolvidos como em desenvolvimento. A dificuldade de obtenção de crédito externo tem o problema de assimetria informacional como central, e tende a ser mais acentuada em empresas menores, empresas mais intensivas em inovação, e empresas com dificuldades de liquidez, dentre outras características (BOND et al., 2003; KONINGS, RIZOV e VANDENBUSSCHE, 2003; PÁL e KOZHAN, 2009).

O Brasil é um mercado em desenvolvimento com alguns aspectos conjunturais que podem configurar-se condicionantes restritivos ao financiamento externo, como as elevadas taxas de juros, baixa proteção de credores e acionistas minoritários, e mercado de capital ainda incipiente, por exemplo (CRISÓSTOMO, 2009; BASSETTO e KALATZIS, 2011; CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA, VALLELADO, 2014-a; CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA, VALLELADO, 2014-b). Esta realidade sugere que as oportunidades de investimento da empresa brasileira estão sendo financiadas com fluxo de caixa o que induz a proposição da hipótese que o maior nível de investimento da empresa brasileira está relacionado com mais reduzida distribuição de dividendos como a seguir proposto:

Hipótese 3: A execução de projetos de investimento da empresa brasileira tem efeito negativo sobre o pagamento de dividendos.

3.3.5 A rentabilidade

O fator rentabilidade como explicativo da política de dividendos é um dos mais antigos e recorrentes citado na literatura. Nos estudos seminais de Lintner (1958) e Gordon (1963) já se apresentava muito coerente que o pagamento de dividendos ocorrerá somente se a empresa auferir lucro. Como pagar dividendos se o resultado da empresa não oferecer fluxo de caixa livre? As pesquisas que se seguiram apontaram numa mesma direção, que o

pagamento de dividendos está condicionado aos resultados do negócio. Sobretudo, quando os resultados são suficientes para o pagamento dos custos, despesas, investimento do negócio e sobra um montante para distribuição aos acionistas.

O modelo para pagamento de dividendos desenvolvido por Lintner (1956 e 1962) foi utilizado por Fama e Blahnik (1968) para verificar os fatores determinantes da política de dividendos. A partir da implementação do modelo verificou-se que o incremento na variação das taxas de lucratividade sugere um incremento nas taxas de variações dos dividendos pagos. Empresas mais rentáveis pagam altos dividendos, entretanto, a alta rentabilidade frente às boas oportunidades de investimentos, levam à redução no montante de dividendos pagos. Empresas mais rentáveis poderão obter maior fluxo de caixa livre disponível, podendo trazer problemas de agência entre os acionistas e os diretores. Para mitigar tais problemas, se a empresa não tiver bons projetos para investir, torna-se interessante pagar dividendos para diminuir o fluxo de caixa livre à disposição dos gestores (FAMA e FRENCH, 2002; FIGUEIREDO, 2002; BAR-YOSEF e VENEZA, 1991; HUSSAINY, MGBAME e MGBAME, 2011).

O lucro correlacionado positivamente com os dividendos nem sempre é verificado. Bar-Yosef e Venezia (1991) encontraram um efeito negativo entre dividendos e a variabilidade dos lucros. Dividendos e ganhos funcionam como sinalizadores de fluxo de caixa e desempenham um papel importante na tomada de decisão dos investidores do mercado de ações (BAR-YOSEF e VENEZA, 1991). Figueiredo (2002) verificou uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e a lucratividade.

A retenção de lucros é apresentada como a fonte de menor custo frente à dívida ou emissão de ações. Sob este enfoque, foram verificadas outras evidências documentadas do efeito negativo da rentabilidade sobre a política de distribuição de dividendos (BAR-YOSEF e VENEZIA, 1991; LEE e CHANG, 1986; HOLANDA e COELHO, 2012). Em alguns casos a reduzida distribuição de dividendos, em função da utilização de lucros retidos para financiar investimento, não pode ser classificada como expropriação de acionistas minoritários, uma vez que maximizar oportunidades de crescimento pode significar a criação de valor futuro para o negócio.

Outras considerações a respeito dos lucros também têm sido apresentadas sob o arcabouço teórico da estrutura de capital e do financiamento do investimento. As empresas podem decidir utilizar o lucro para financiar seus projetos de investimento e maximizar suas oportunidades de crescimento. Esta é a proposta da teoria *Pecking order*, ou de

hierarquia de fontes de financiamento, que preconiza que a empresa terá preferência por fontes de financiamento de menor custo.

Por outro lado, tem-se argumentos que o pagamento de dividendos é dependente, e diretamente proporcional, à rentabilidade da empresa, ou seja, a empresa será mais capaz de remunerar seus acionistas à medida que logre mais elevada rentabilidade. De fato, há evidência empírica de um efeito positivo da rentabilidade sobre a distribuição de dividendos (AIVAZIAN, BOOTH E CLEARY, 2003; FAMA E FRENCH, 2012; BROCKMAN E UNLU, 2011; LEE, 2010; FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA E CRISÓSTOMO, 2010; FAMA E BABIAK, 1968).

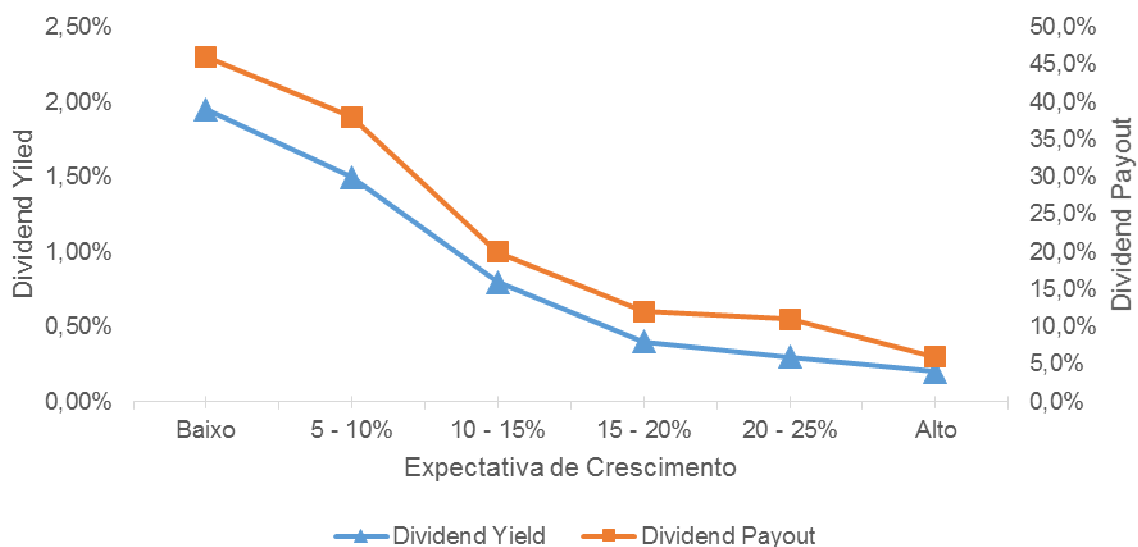
A rentabilidade é impulsionadora de dividendos em sintonia com a proposição de monitoração da gestão. No Brasil, o acesso a capital de terceiros é bastante limitado e oneroso. Os bancos privados disponibilizam recursos para empresas, em linha geral, para demandas de curto prazo, com elevadas taxas de juros. O BNDES oferece taxas mais atraentes, mas não dispõe de recursos financeiros suficientes para atender a todos as demandas do mercado. Pagar dividendos no Brasil tem-se mostrado interessante para atrair recursos financeiros de um mercado com investidores cada vez mais inclinados para investir em ações. Para as empresas brasileiras a fonte de recurso de menor custo e melhor acesso é o lucro líquido auferido pelas mesmas. Com esta motivação verifica-se a hipótese 4:

Hipótese 4: A rentabilidade da empresa brasileira tem efeito positivo sobre o pagamento de dividendos.

3.3.6 As oportunidades de crescimento

As oportunidades de crescimento estão relacionadas ao segmento da indústria, às circunstâncias econômicas, ao ciclo de vida da empresa, dos produtos, dentre outros fatores. Estudos empíricos têm mostrado existir uma relação entre empresas com boas expectativas de crescimento e a política de dividendos. Em consonância com a proposição da teoria de hierarquia de fontes de financiamento, empresas com oportunidades de crescimento tendem a reter lucros para financiar investimento, e assim reduzem a distribuição de dividendos. É o que se pode observar no Gráfico 3 elaborado com informações de empresas nova-iorquinas, de *dividend yield* e *dividend payout*, indicando que quanto maior as expectativas de crescimento da empresa, menores serão os percentuais de dividendos (DAMODARAN, 2004).

Gráfico 3 - *Dividend Yield & Payout*



FONTE: Damodaran (2004)

Denis e Osobov (2008) identificaram as características das empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. Os elementos que explicitam tais características são os valores médio da rentabilidade, oportunidades de crescimento, tamanho da empresa e o lucro, que representa uma considerável fração do patrimônio líquido das empresas para cada país. As empresas que pagam dividendos são aquelas mais rentáveis, maiores e que os lucros são representativos com relação ao patrimônio líquido.

Mitton (2004) verificou não ser irrelevante o comportamento dos pagamentos dos dividendos. Verificou-se que quando a empresa tem boas expectativas de crescimento, a associação com o pagamento de dividendos é negativa, mesmo com um elevado nível de governança corporativa.

Os estudos empíricos anteriores sugerem que uma empresa com oportunidades de crescimento deverá reter seus lucros para reinvestir na sua capacidade produtiva e proporcionar maior riqueza aos acionistas, através da elevação do seu valor de mercado (MITTON, 2004; DAMODARAM, 2004).

O uso dos recursos para atender as oportunidades de crescimento apresenta uma dupla interpretação, ambas com conotação positiva. A maximização de oportunidades de crescimento contribui para criação de valor futuro para a empresa. E, sob o enfoque da Teoria da Agência, o financiamento destas oportunidades com lucro retido também é positivo para evitar o uso indevido do fluxo de caixa livre pela direção executiva, contribuindo para a redução de conflitos de agência, em linha com a hipótese de

monitoramento. Esta argumentação do uso de lucros retidos para financiar investimento motiva a proposição da hipótese que prevê um efeito negativo das oportunidades de crescimento sobre o nível de pagamento de dividendos. Portanto, considera-se viável testar a hipótese 5:

Hipótese 5: As oportunidades de crescimento da empresa brasileira têm efeito negativo sobre o pagamento de dividendos.

3.3.7 A concentração de propriedade

A estrutura de propriedade diz respeito à forma como está distribuída a propriedade das ações da empresa. Essa estrutura de propriedade indicará quem detém direitos sobre o controle e sobre o fluxo de caixa da empresa. As questões que envolvem esses direitos podem ter reflexo sobre a política de dividendos, na medida que o detentor de direito irá decidir sobre onde alocar os recursos financeiros da empresa. Um acionista com seus direitos concentrados sobre o fluxo de caixa terá um maior interesse em uma política de distribuição de mais dividendos. Por outro lado, acionistas com direitos centrados no controle da empresa, notadamente acionistas com grandes proporções de ações, podem ter outras formas de obtenção de retorno por seu investimento, podendo desta forma ter menos interesse em elevados pagamentos de dividendos.

Neste contexto, observa-se que alguns aspectos da estrutura de propriedade podem favorecer a preferência por determinada política de dividendos. Neste contexto pode-se mencionar:

- a) a concentração de propriedade;
- b) a propriedade interna;
- c) a existência de acordo de acionistas;
- d) a natureza, ou identidade, dos principais acionistas da empresa, seja família, outra empresa, o Governo, fundos de pensão, ou outros.

De fato, a literatura tem documentado efeito da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; LOW et al., 2001; KHAN, 2006; LEE, ROLL e SUBRAHAMANYAM, 2006; LEE, 2010; HARADA e NGUYEN, 2011; BOHREN, JOSEFSEN e STEEN, 2012).

Características da estrutura de propriedade podem ter influência sobre a política de dividendos. Algumas de tais características, como concentração da propriedade, podem

contribuir para uma política de dividendos mais restritiva, em sintonia com a hipótese de expropriação. Por outro lado, é possível também haver determinadas configurações de estrutura de propriedade, que favoreçam uma política de mais elevada distribuição de dividendos, em concordância com a hipótese do monitoramento.

La Porta et al. (2000) identificaram que os dividendos são pagos porque os acionistas minoritários pressionam os gestores da empresa a não usar os lucros em benefício próprio. Se diluída a propriedade, verificou-se um efeito positivo para o pagamento de dividendos. Se concentrada, a estrutura de propriedade pode apontar para um efeito negativo quanto ao pagamento de dividendos. La Porta et al. (2000) consideram que o elevado pagamento de dividendos está associado à proteção legal dos acionistas minoritários, sendo uma indicação da existência de controle diretivo.

Quando a propriedade de uma empresa é bastante diluída é comum ocorrer conflitos de interesses entre administradores e acionistas. Sem propriedade e com pouco poder para proteger suas posições, os administradores podem ser motivados a agir favoravelmente ao atendimento de objetivos próprios e egoístas, em detrimento dos interesses dos acionistas. Para mitigar tais conflitos é prática comum que algumas empresas comprometam o fluxo de caixa excedente com pagamento de dividendos, de modo a evitar o uso indevido deste fluxo pelos administradores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

Lee (2010) obteve evidências empíricas que os gestores de empresas estão mobilizando-se para atender aos acionistas minoritários que preferem o pagamento de dividendos. Tais gestores buscam melhorar a reputação (teoria da sinalização) da empresa, e suas próprias reputações pagando dividendo aos acionistas. O pagamento de dividendos proporciona um controle e um alinhamento entre as decisões gerenciais e os interesses dos acionistas minoritários. Por outro lado, Harada e Nguyen (2011) verificaram que a concentração de propriedade está relacionada negativamente com o pagamento de dividendos para as empresas com lucros crescentes e baixo endividamento, o que estaria em linha com a hipótese de expropriação de riqueza dos minoritários. Para acionistas majoritários, Harada e Nguyen (2011) identificaram não haver interesse destes em pagar dividendos, o que impõe certo grau de conflito de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários.

Bohren, Josefsen e Steen (2012) investigaram se a política de dividendos é influenciada por alta propriedade interna (*insiders*). Os autores sugeriram que os gestores

com direito a voto utilizam a política de dividendos para mitigar os conflitos entre majoritários e minoritários. Em particular, os pesquisadores investigaram se a decisão de pagar dividendos mitiga ou intensifica os custos de agência. As empresas controladas por diretores que não são proprietários pagam mais dividendos do que aquelas controladas por *insiders*. Esta evidência sugere que o pagamento de dividendos mitiga os custos de agência indicando que empresas com gestores não detentores de propriedade estão mais propensas à hipótese de monitoramento diretivo.

Outras questões não ligadas ao controle diretivo, mas associadas à estrutura de propriedade, também foram pesquisadas. Khan (2006) investigou se existe uma relação sistemática entre a política de dividendos e as características da estrutura de propriedade das organizações. Constatou-se uma relação negativa, mas não linear, entre dividendos e a concentração de propriedade. Positiva quando relacionada ao nível de propriedade das sociedades anônimas de seguros e negativa quando o acionista é um investidor individual.

Segundo Khan (2006), a propriedade das empresas inglesas tende a ser muito dispersa. Conforme o *Office of National Statistic*, por mais de duas décadas, aproximadamente 50% das ações ordinárias das empresas listadas na *London Stock Exchange* ficaram nas mãos de companhias de seguros, fundos de pensão e outras instituições financeiras. Aprofundando a análise os autores perceberam que a participação é bastante dispersa quando as ações estão nas mãos de fundos de pensão e companhias de seguros. Porém, tem uma participação mais concentrada se nas mãos de investidores individuais.

Holanda e Coelho (2012) verificaram que os atributos relacionados à concentração de propriedade foram os fatores não econômicos que mais afetaram marginalmente a política de dividendos. Os fatores operacionais como, geração de caixa, rentabilidade do patrimônio líquido, retorno de mercado e tamanho do ativo, também afetam a declaração de dividendos e o seu montante.

Estas argumentações motivam a proposição da hipótese de que a estrutura de propriedade da empresa brasileira afeta a política de dividendos, seja por questões associadas ao monitoramento da atividade diretiva, como também por tendência à expropriação de acionistas minoritários.

As empresas brasileiras são predominantemente de propriedade concentrada. A propriedade na mão de poucos centraliza o poder decisório inclinándolo muitas vezes para atendimento das demandas dos acionistas majoritários. Há evidências de não pagamento de

dividendo ou redução no montante pago diante de alta concentração de propriedade, como efeito da expropriação de riqueza dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Por outro lado, a depender do tipo de acionista, outra empresa, por exemplo, o pagamento de dividendos pode ocorrer para redução de fluxo de caixa livre da mão dos gestores, como efeito de controle. De modo que, considera-se oportuno verificar se a hipótese 6:

Hipótese 6: A concentração de propriedade afeta negativamente a política de dividendos da empresa brasileira.

3.3.8 O tamanho da empresa

O tamanho da empresa tem demonstrado impactar nas decisões relacionadas à política de dividendos das empresas. Empresas grandes, maduras, são mais propensas a pagar dividendos, pois, tendem a ter maior fluxo de caixa, e não têm a necessidade urgente de investir em projetos para crescimento, comparativamente às empresas nascentes. Ao contrário, empresas pequenas, que iniciam sua jornada, necessitam de muito capital para financiar projetos que proporcionem crescimento, tendo assim a tendência a reter lucros para investimentos, restringindo o pagamento de dividendos. O efeito positivo do tamanho da empresa sobre o nível de distribuição de dividendos tem sido documentado em diferentes mercados (MITTON, 2004; DENIS e OSOBOV, 2008; AGGARWAL e KYAW, 2010; HOLANDA e COELHO, 2012; BAE, CHANG e KANG, 2012; FAMA e FRENCH, 2012; BROCKMAN e UNLU, 2011; CYERT, KANG e KUMAR, 1996; FUTEMA, BASSO e KAYO, 2009).

Para crescer as empresas investem em projetos que alavancam a produção de produtos e/ou serviços e planejam a logística para consecução de seus objetivos de vendas. As empresas recém constituídas, bem como aquelas em franco crescimento, necessitam de capital para financiar os seus projetos. Tal capital será obtido por financiamento através dos recursos próprio ou de recursos de terceiros. As empresas médias ou pequenas, com perspectivas de crescimento, pagarão menos dividendos, pois usarão os seus lucros retidos ou recursos de financiamentos para projetos promissores. Por outro lado, empresas grandes, maduras, que não necessitam de capital para investimento em projetos, poderão fazer uso do fluxo de caixa livre para o pagamento de dividendos.

Denis e Osobov (2008) verificaram que é alta a propensão de pagamento de dividendos por parte das empresas de grande porte, mais rentáveis e que os lucros retidos

constituem uma fração significativa do patrimônio líquido. As teorias da sinalização e efeito clientela não ofereceram suporte para os resultados encontrados. O suporte teórico que amparou os achados diz respeito às teorias da agência e do ciclo de vida das empresas (lifecycle). Tal arcabouço teórico preconiza que as empresas grandes pagarão dividendos para reduzir o fluxo de caixa em poder dos gestores.

Por outro lado, se apresentou negativa a relação entre tamanho e política de dividendos em pesquisa conduzida por Bohren, Josefsen e Steen (2012) e Aggarwal e Kyaw (2010). Justificaram que para diminuir a assimetria informacional as empresas pagam mais dividendos.

Quanto maior a empresa, mais madura ela se encontra no estágio do seu ciclo de vida. Em geral, segundo a teoria do ciclo de vida, as empresas maduras não demandam seu fluxo de caixa livre para financiamento de novos projetos, o que possibilitará o uso deste para pagamento de dividendos como distribuição de lucros. A maioria dos estudos empíricos anteriores tem demonstrado uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a política de dividendos (MITTON, 2004; DENIS e OSOBOV, 2008; AGGARWAL e KYAW, 2010; HOLANDA e COELHO, 2012; BAE, CHANG e KANG, 2012; FAMA e FRENCH, 2012; BROCKMAN e UNLU, 2011; CYERT, KANG e KUMAR, 1996; FUTEMA, BASSO e KAYO, 2009).

Portanto, quanto maior a empresa, melhor é sua capacidade, ou propensão, de distribuir retorno para os acionistas na forma de dividendos, o que motiva a proposição deste efeito positivo do tamanho sobre o pagamento de dividendos no Brasil, também alinhado com a teoria do ciclo de vida. As empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA são na sua grande maioria média e de grande porte. Tais empresas, mais maduras, não visualizam ou prospectam mais oportunidades de crescimento, para investir em novos projetos. Nesse caso, o fluxo de caixa livre pode ser alocado para pagamento de dividendos. Dessa forma, considera-se oportuno testar a hipótese 7:

Hipótese 7: O tamanho da empresa tem efeito positivo sobre o pagamento de dividendos.

3.3.9 A alavancagem

Segundo Futema, Basso e Kayo (2009), a estrutura de capital e a política de dividendos são dois dos temas mais estudados em finanças corporativas. Nesta linha, Fama e French (2002) fizeram uma análise conjunta destes dois temas sob o enfoque das teorias

trade-off e *pecking order*. Futema, Basso e Kayo (2009) adaptaram o estudo de Fama e French (2002) à realidade brasileira e adicionaram mais um elemento, os juros sobre o capital próprio. Observaram que a distribuição de lucros no Brasil é baixa quando comparada às empresas americanas. Dentre algumas particularidades presentes no mercado brasileiro os autores enfatizaram a introdução dos juros sobre o capital próprio como forma alternativa de distribuição de lucros. Tal prática pode ser encarada como uma forma de pagamento de dividendos, com uma vantagem, a dedução das alíquotas de imposto de renda e contribuição social.

A decisão sobre a forma de financiar o investimento da empresa, ou seja, a decisão sobre a estrutura de capital da mesma pode ter reflexo na política de dividendos. A empresa que opta por financiar-se utilizando recursos internos, através da retenção de lucros, tenderá a comprometer seu fluxo de caixa com o financiamento do investimento, e, assim reduzirá seu pagamento de dividendos. Ao decidir financiar-se utilizando recurso externo a empresa estará comprometendo seu fluxo de caixa futuro com o pagamento de dívidas, o que também contribuirá para uma política restritiva de dividendos (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009; LEE, 2010; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011; BAE; CHANG; KANG, 2012; BOHREN; JOSEFSEN; STEEN, 2012). Esta argumentação é favorável à hipótese que endividamento interfere negativamente na distribuição de dividendos embora os resultados ainda não sejam conclusivos. Bae, Chang e Kang (2012), Lee (2010) e Bøhren, Josefsen e Steen (2012) identificaram ser negativa a relação entre taxa de alavancagem e a política de dividendos. Na contramão, Brockman e Unlu (2011), encontraram evidências que quanto maior for a taxa de alavancagem, maiores serão os dividendos pagos. O pagamento de dívida pode estar associado ao controle externo dos financiadores, assim como o pagamento de dividendos, configurando-se em instrumentos de controle da gestão para mitigar os conflitos de interesse entre o principal e o agente.

Crisóstomo e López-Iturriaga (2011) buscaram elucidar aspectos ligados às imperfeições do mercado e seus efeitos sobre a política de investimento corporativo. A literatura trata o assunto sob dois enfoques. O primeiro investiga se o mercado de capitais tem capacidade para distribuir adequadamente os recursos para as empresas demandantes. E o segundo enfoque, está orientado para verificar se os recursos são alocados eficazmente dentro da organização. Os autores concluíram que fatores de diversas naturezas podem influenciar no processo de alocação de recursos no mercado de capitais, o que pode impactar no processo de financiamento das organizações.

A argumentação sobre o uso da dívida como ferramenta de controle diretivo, e o uso deste recurso externo ou recursos próprios para financiar projetos lucrativos, com estudos empíricos no mercado brasileiro, sugerem que serão subtraídos recursos financeiros para distribuição como dividendos (KALATZIS, AZZONI e ACHCAR, 2008; CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA e VALLELADO, 2010; CRISÓSTOMO, LÓPEZ-ITURRIAGA e VALLELADO, 2011; LÓPEZ-ITURRIAGA e CRISÓSTOMO, 2010).

A alavancagem financeira mostra-se, muitas vezes, vantajosa dado o benefício fiscal inerente à adoção de dívida. Entretanto, se muito alavancada a empresa poderá aumentar o risco do negócio o que aumentará o custo da dívida, tornando-se inviável a busca por novos recursos externos. O uso de recurso externo para investimento em novos projetos, do ponto de vista financeiro, apresenta-se muitas vezes vantajoso, dado que o custo da dívida é menor do que o custo do capital próprio.

A alocação de recursos para pagamento de dividendos, em detrimento do uso para projetos promissores, não parece racional, pois subtrairia a possibilidade de investimento em oportunidades promissores, que poderiam gerar maior valor para o negócio e para os acionistas. Portanto, a dívida pode impactar negativamente o pagamento de dividendos motivando o teste da hipótese 8:

Hipótese 8: A alavancagem da empresa brasileira tem efeito negativo sobre o pagamento de dividendos.

4 METODOLOGIA

A literatura tem mostrado que muitas propostas de estudos têm utilizado os métodos quantitativos. Outras propostas preferem apoiar seus resultados nos métodos qualitativos. Numa terceira linha de pesquisa tem-se empregado métodos que usam as duas abordagens, geralmente denominados métodos quali-quantitativos, que investigam o fenômeno confrontando os resultados obtidos pelos dois métodos. Landim et. al (2006) reconhece as vantagens dos dois métodos (quantitativo e qualitativo) e consideram que cada um deles tem algumas limitações que podem restringir o pleno entendimento dos fenômenos sociais. A complementariedade, com o uso dos dois métodos, amplia o escopo dos testes de hipóteses e/ou verificação dos pressupostos podendo trazer melhorias para o conhecimento da realidade.

O método quantitativo busca estabelecer hipóteses prévias, técnicas de verificações sistemáticas, conhecer e controlar variáveis, utilizar estatística objetivando tratar dados, mapear indicadores e observar tendências. Por outro lado, o método qualitativo traz reflexões voltadas para valores, crenças, representações, hábitos e opiniões. Em detrimento de medições, o método qualitativo opta por contextualizar o cenário, perseguindo um entendimento mais profundo, mais subjetivo do tema estudado (LANDIM ET. AL, 2006).

Segundo Collis e Hussey (2005, p. 54) “a palavra paradigma refere-se ao progresso da prática científica com base na filosofia e nas suposições de pessoas sobre o mundo e a natureza do conhecimento.” Os autores mencionam ainda que o positivismo dá importância aos fatos e às causas dos fenômenos sociais, em detrimento da subjetividade do indivíduo.

Esta pesquisa é orientada pelo paradigma positivista, e quanto à abordagem, trata-se de uma pesquisa quantitativa. Sampieri, Collado e Lúcio (2006) comentam que o enfoque quantitativo, com muita frequência, faz uso da estatística para tirar conclusões sobre o comportamento de uma população. Landim et. Al (2006) considera este entendimento quanto ao emprego de estatística para o método quantitativo, mas, traz reflexões sobre o método qualitativo, que não faz uso de estatística, mas concentra-se em técnicas mais subjetivas de análise de conteúdo, mais sensíveis às falas dos atores, que compõem o objeto de estudo.

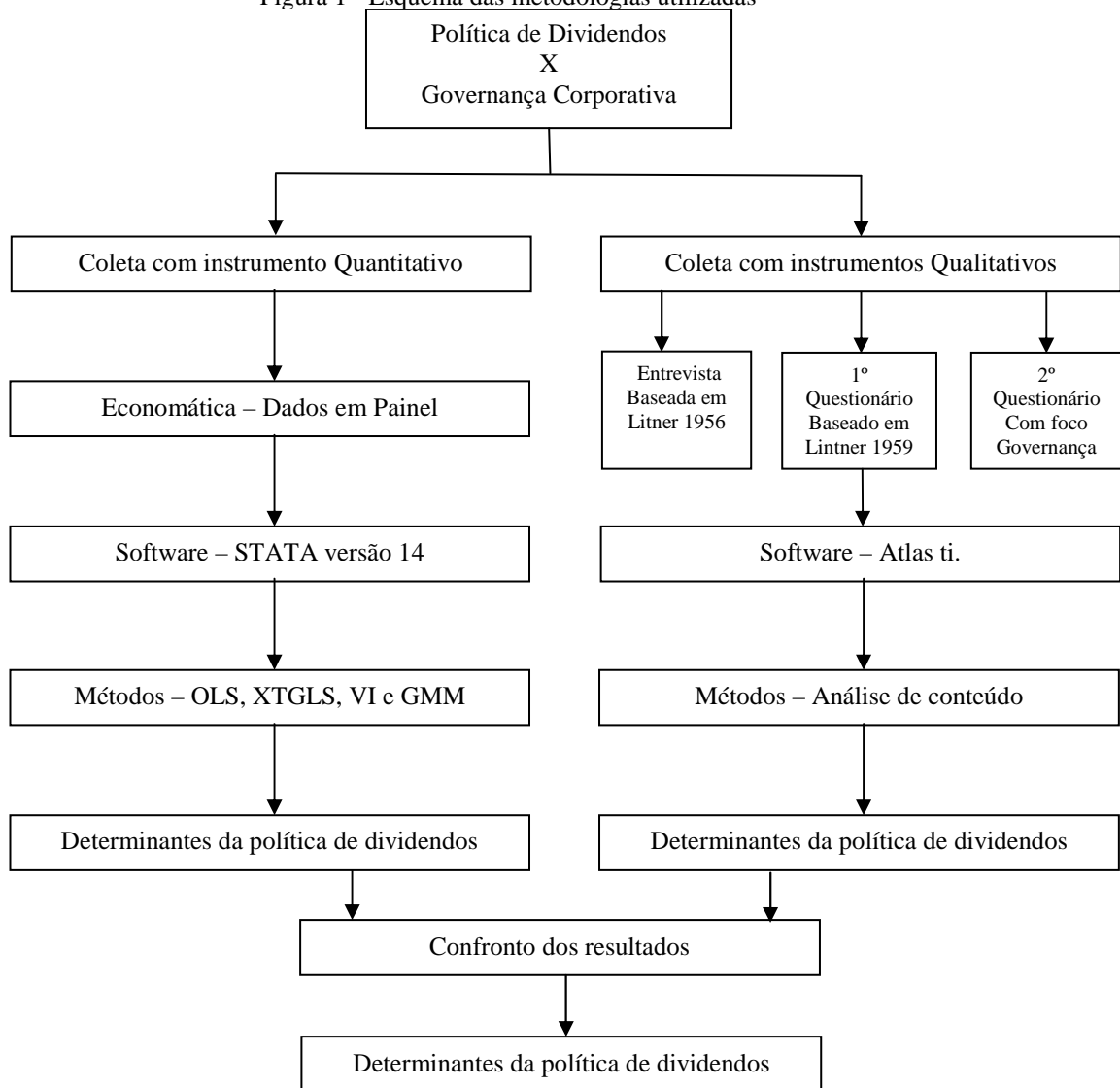
Adicionalmente ao estudo quantitativo, utilizou-se uma coleta de dados por processos qualitativos. Aplicou-se uma pesquisa com 27 questões, presencialmente, junto aos executivos de relações com investidores de três empresas com sede em Fortaleza. Doravante denominadas Empresa E1, Empresa E2 e Empresa E3. O mesmo questionário,

adaptado para respostas objetivas, foi enviado por email para 223 empresas com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo. Obteve-se baixa taxa de respondentes, somente 5 empresas. Doravante denominadas Empresa A, Empresa B, Empresa C, Empresa D e Empresa E. Vale ressaltar que foram respondentes de empresas de grande porte de importantes segmentos de negócios. Para tratamento destes dados provenientes de entrevistas e questionários utilizou-se o programa de análise de conteúdo denominado ATLAS.ti. Software especialista em análise de conteúdo a partir de várias fontes de informações, como arquivos textos em PDF, Word, videos, áudios e outras mídias.

As perguntas utilizadas na entrevista e questionários foram as adotadas por Lintner (1956). Questionário específico foi aplicado, contendo três questões subjetivas relativas à Governança corporativa e suas possíveis relações com a política de dividendos. Sete empresas responderam a este questionário, doravante denominadas Empresa Q1, Empresa Q2, Empresa Q3, Empresa Q4, Empresa Q5, Empresa Q6, e Empresa Q7. Os dados coletados por processo qualitativo de três entrevistas e 2 questionários foram processados no Atlas ti. com a codificação de fragmentos de textos e elaboração de fluxos de rede e analisados por estatística descritiva.

A figura 1 apresenta um esquema da metodologia adotada. Resumidamente, tem-se a coleta no banco de dados da Economatica e formulário de referência da CVM, e tratamento quantitativo, por econometria, com uso do programa STATA, versão 14. Em outra vertente da pesquisa, têm-se a coleta por instrumento qualitativo, questionários e entrevistas, e tratamento quantitativo, por análise de conteúdo, com auxílio do programa Atlas ti. e estatística descritiva.

Figura 1 - Esquema das metodologias utilizadas



FONTE: Elaborado pelo Autor

4.1 Econometria

Para prover robustez aos cálculos optou-se pela escolha de métodos econométricos. Nesta pesquisa, utiliza-se os métodos dos mínimos quadrados ordinários, mínimos quadrados generalizados, mínimos quadrados em dois estágios e método generalizado de momentos. Pensar em diferentes métodos econométricos justifica-se para resolver problemas de endogeneidade das variáveis, especificação de erros, omissão de variável, dentre outros. Com isto, espera-se melhor fundamentação dos parâmetros estatísticos, portanto, maior robustez dos testes de hipóteses.

A literatura tem apresentado muitas alternativas de métodos econométricos como suporte de testes de hipóteses. Muitas soluções visam a tratar a endogeneidade (GIPPEL, SMITH e ZHU, 2015; YONG HA, JOONG IM, e KANG, 2017). Gippel, Smith e Zhu (2015) exploraram o aspecto da endogeneidade, comum nos usos de modelos econométricos, avaliando os métodos mais recorrentes, como mínimos quadrados de dois estágios, variáveis instrumentais, GMM e GMM sistêmico, e apresentaram uma alternativa, que consideram ser mais eficientes, o experimento natural.

4.1.1 Dados em Painel

Dados em painel é a forma como os dados são dispostos para aplicação dos modelos econométricos. A análise de dados em painel diminui os problemas de variáveis omitidas. Uma das vantagens de dados em painel é a possibilidade de controlar a heterogeneidade da amostra. Tal heterogeneidade pode não ser constante ao longo do tempo, e poderá produzir estimadores viesados. Portanto, considerar indivíduos em corte transversal e longitudinal promoverá maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência nas estimações. Enfim, a utilização de dados em painel permite conjugar a variedade de comportamentos de diversos indivíduos com a dinâmica de ajustamento relacionada aos diferentes momentos (PINDYCK; RUBINFELD, 2004).

4.1.2 Métodos Econométricos

Para mensuração dos estimadores utilizou-se diversas técnicas de regressão, possibilitando a confirmação ou não dos efeitos: (a) regressão múltipla, através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), (b) Regressão múltipla através do método de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), (c) Regressão múltipla com Variáveis Instrumentais (VI) através do método de Mínimos Quadrados de Dois Estágios (MQ2E) e (d) Regressão múltipla através do Método Generalizado de Momentos (MGM).

O método dos mínimos quadrados ordinários (OLS) é consistente para regressores exógenos e quando os resíduos do método são homocedásticos. Se os resíduos forem heterocedásticos e com variáveis exógenas, cabe utilizar mínimos quadrados com teste de robustez. Na prática, uma ou mais variáveis são endógenas e os resíduos heterocedásticos, o que sugere a utilização de estimação pelo Método Generalizado de Momentos (MGM). Se as variáveis forem endógenas e os resíduos forem homocedásticos, o método de variável instrumental (VI) é suficiente para estimadores consistentes. Harada e Nguyen

(2011) identificaram ser endógenos os fatores de concentração de propriedade e política de dividendos, o que o motivou a aplicação de Variáveis Instrumentais com o método dos mínimos quadrados com 2 estágios (MQ2E).

A endogeneidade, segundo Wooldridge (2010), pode decorrer de 3 fatores: a) Omissão de variáveis, b) erro de mensuração de variáveis e c) simultaneidade. A omissão de variáveis, em geral, trata de variáveis não observadas devido às dificuldades de obtenção dos dados. O erro de mensuração, diz respeito às imperfeições dos instrumentos ou outras condições relacionadas à coleta de dados que impõem falhas no apontamento de dados. A simultaneidade se apresenta quando a variável dependente está relacionada com uma variável explicativa. O autor enfatiza ainda que o modelo econométrico poderá conter simultaneamente os três fatores que causam a endogeneidade.

López-Iturriaga e Crisóstomo (2010) consideraram endogeneidade das variáveis e utilizaram o Método Generalizado de Momentos (MGM), através de dados em painel, com 1651 empresas. O método aplicado estima parâmetros eficientes pois controla variáveis heterogêneas não observadas e a endogeneidade. A consistência deste método depende do uso de variáveis instrumentais válidas que não sejam correlacionadas ao termo de erro, mas correlacionadas às variáveis explicativas. Para verificação da validade do método, foram aplicados os testes Hansen e o teste Arellano–Bond.

Na mesma linha, Khan (2006) utilizou dados em painel desbalanceado com um mínimo de 4 anos e máximo de 13. O modelo econométrico, além de considerar variáveis relacionadas à governança corporativa (variável de interesse para analisar a política de dividendos), utilizará variáveis relacionadas ao lucro líquido, alavancagem financeira e variáveis dummies de anos (variáveis de controle). Khan (2006) assumiu que todas as variáveis explanatórias são endógenas, motivando o uso do método generalizado de momentos, do inglês Generalized Method of Moments (GMM).

Para o Método Generalizado de Momentos, esta pesquisa utilizará o pacote econométrico `xtabond2`, do STATA 14. Esta função é mais indicada, que a `xtabond` (mais limitada), para dados em painel com “T” (período) pequeno e “N” (indivíduos) grande. É indicado também para estudar comportamentos que as variáveis explicativas não são estritamente exógenas, e são correlacionadas com os termos de erro, resultando em problemas de heterocedasticidade (ROODMAN, 2009).

4.1.3 Modelos econométricos

A variável independente principal é a governança corporativa. As seções subsequentes apresentam as variáveis utilizadas e o instrumento de pesquisa para mensurar os atributos da governança corporativa.

4.1.3.1 Variáveis

As variáveis explicadas e as variáveis explicativas utilizadas nos modelos desta pesquisa estão discriminadas no Quadro 8. A principal variável é o dividendo, que é aquela que se espera explicar. Tem-se, portanto, uma variável dependente que expressa a política de dividendos pagos relativizados pelo total de ativo ($Divd/atv$), os dividendos/Ação, o dividendo yield e o Payout. A literatura tem utilizado diversas métricas de dividendos (dependente) e outras variáveis independentes para os modelos explicativos, ver anexo 23.

A rentabilidade, bastante recorrente em pesquisas anteriores para explicar a política de dividendos, é determinada pelo retorno sobre o ativo (do inglês *Return of assets* – ROA). Adicionalmente, serão utilizadas dummies de ano e setor. A variação das observações ao longo dos anos (Dummy de ano) e a presença de empresas de determinados setores (Dummy de setores) têm se mostrado importante para melhorar os parâmetros de qualidade e coeficientes dos modelos, sensibilizando, conseqüentemente, o comportamento da política de dividendos (CRISÓSTOMO e BRANDÃO, 2016).

Quadro 8 - Variáveis utilizadas neste estudo

VARIÁVEIS	OPERACIONALIZAÇÃO
Dividendo	$Divd/Atv = \text{Dividendo/Total de Ativos}$ Dividendo/Ação Dividendo Yield Payout $Divd/Atv_{T-1} = \text{Dividendo/Total de Ativos - Ano anterior}$
Rentabilidade	$Roa = \text{Return on assets (Retorno sobre o ativo)}$
Dummies	Ano e setor
Oportunidades de Crescimento	$Q \text{ de Tobin} = \text{Valor de mercado/Valor do ativo}$
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo
Alavancagem	$Div/Atv - \text{Total da dívida/total do ativo}$
Estrutura de propriedade	CVoto3 - Concentração de Propriedade nas mãos dos três maiores acionistas com direito a voto.
Investimento	$Inv_Rate_T = \text{Taxa de Investimento}$
Governança Corporativa	CGindex e Presença em segmentos diferenciados (dummy novo mercado)
Governança Corporativa Práticas específicas	PropMul – Proporção de mulheres no conselho DirVotOr – Ações ordinárias com direito a voto DirVotPr – Ações preferenciais com direito a voto NMinCons – Número de minoritários no conselho PropIndCon – Proporção de independentes no conselho DupCeo – Duplo papel do principal executivo

FONTE: Dados da pesquisa

Oportunidades de crescimento (Q de Tobin) é outra variável que a literatura tem investigado para os estudos de dividendos. A expectativa de utilização de recursos em projetos que trarão crescimento ao negócio pode subtrair o pagamento de dividendos. Operacionaliza-se a oportunidade de crescimento pela divisão do valor de mercado pelo valor do ativo.

Tem-se ainda como variável de controle o tamanho da empresa (Ln Ativo - Logaritmo natural do Ativo), operacionalizada pelo logaritmo do ativo total. Tal variável tem se apresentado importante nos estudos de política de dividendos, conferindo uma correlação positiva quanto às políticas de distribuição por dividendos. Temos também a alavancagem (Total da Dívida/ Total do Ativo), a Taxa de investimento (Inv_Rate_T) e a Concentração de propriedade (CVoto3) como variáveis de controle, determinadas conforme Quadro 8.

A principal variável independente do estudo, a governança corporativa, merece uma seção específica, sobretudo, porque precisa ser construída, pela dificuldade de mensuração. A variável de mensuração da qualidade global construída é a CGIndex. A variável que especifica a presença em segmento diferenciado é a *dummy* de novo mercado. O segmento diferenciado constitui uma classificação para empresas que aderem a determinados padrões de governança corporativa. Os padrões ou níveis de governança são nível 1, 2 e novo mercado. O novo mercado é o mais exigente quanto aos padrões de governança, e será considerado nos modelos econométricos.

Algumas práticas específicas de governança corporativa podem ter mais relevância que outras para tornar o sistema de governança mais rígido. A rigidez ou fragilidade pode influenciar o processo de tomada de decisão organizacional, com conseqüente impacto para política de dividendos. As práticas aqui abordadas serão incluídas nos modelos para verificação de possíveis impactos no pagamento de dividendos. Dentre as práticas específicas tem-se a Proporção de mulheres no conselho (PropMul), que mede o percentual de mulheres que compõem os conselhos das empresas. No contexto de empoderamento das mulheres e como isto pode impactar as decisões organizacionais pode-se supor que as estratégias de pagamento de dividendos sejam influenciadas pelo possível poder deste grupo de decisores.

Outras duas práticas que podem preponderar sobre as decisões dos gestores é a proporção de direito de votos das ações ordinárias e preferenciais (DirVotOr – Ações ordinárias com direito a voto e DirVotPr – Ações preferenciais com direito a voto). O

direito de voto das ações é fundamental para permitir que os acionistas participem de assembleias e possam deliberar sobre os diversos processos decisórios das empresas.

O número de minoritários no conselho (NMinCons) e a proporção de independentes no conselho (PropIndCon) são dois parâmetros quantitativos que medem a quantidade de participantes de cada grupo nos conselhos, e de alguma forma participam do processo decisório das assembleias. Essa participação pode trazer algum peso das demandas de grupos minoritários para equilibrar as forças entre acionistas majoritários e minoritários.

Por fim, em tratativa dos aspectos específicos de governança corporativa tem-se o duplo papel do principal executivo (DupCeo). Em algumas empresas, têm-se a figura do principal executivo exercendo dupla função estratégica, como Ceo e como Presidente do Conselho. Nesse particular, perde-se a oportunidade de monitoramento isento do conselho na figura do presidente, uma vez que trata-se da mesma pessoa. Isso pode em demasia impactar no processo decisório, consequentemente na política de dividendos, daí a inclusão de mais essa prática específica nos modelos econométricos.

A seguir, algumas pesquisas e seus resultados quanto aos instrumentos de mensuração da governança corporativa.

4.1.3.2 Indicadores dos aspectos relacionados à governança corporativa - Estudos anteriores

Mensurar a governança corporativa não é tarefa fácil. A literatura tem trazido algumas tentativas exitosas. Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram o Gindex (*Governance Index*), uma medida de avaliação dos direitos dos acionistas, com cinco categorias. A primeira categoria, “Defesa contra aquisições hostis” verifica aspectos do conselho de administração. A segunda, “Proteção” apresenta características de proteção aos acionistas e executivos. A categoria “Votação” exprime regras para condução dos votos. A categoria “Outros” traz aspectos gerais sobre aquisições das ações. Por fim, a categoria “Estado”, impõe outras condicionantes de aquisições, fusões e outras transações (Anexo 1).

Na tentativa de avanço e refinamento do Gindex, Bebchuk, Cohen e Ferrel (2009) verificaram a importância relativa de 24 parâmetros seguidos por *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) e adaptaram-se ao modelo de Gindex de Gompers, Ishii e Metrick (2003). Neste novo parâmetro de avaliação, conforme Anexo 2, tem-se dois subgrupos de análise, que compreendem condições gerais de poderes e limitações dos acionistas e demais interessados.

Adicionalmente, considerando uma pesquisa envolvendo empresas brasileiras, Brandão e Crisóstomo (2015) criaram o *Checklist* de boas práticas de governança corporativa. Tais parâmetros foram utilizados para mensuração da governança desta pesquisa, conforme Anexo 3. Procedeu-se com uma atualização para 2017.

4.1.3.3 Indicadores dos aspectos relacionados à governança corporativa utilizados nesta pesquisa

A governança corporativa é aspecto central desta investigação, quanto à determinação do pagamento de dividendos. A governança é um sistema de direção, monitoramento e incentivo para a transparência, otimização do valor de longo prazo da organização e acesso aos recursos disponíveis no mercado, além de contribuir para a qualidade da gestão.

Os parâmetros de mensurações desta pesquisa foram os adotados por Brandão e Crisóstomo (2015), e o levantamento de dados compreende o período de 2010 a 2017. O Anexo 4 resume 37 parâmetros de mensuração que foram classificados em 7 categorias/dimensões.

As categorias são:

1. Ações/Propriedade
2. Assembleia geral ordinária
3. Práticas do conselho de administração
4. Composição do conselho de administração
5. Fiscalização (Comitê Fiscal e Comitê de Auditoria)
6. Práticas da Diretoria
7. Transparência/*Disclosure*

Os 37 parâmetros podem somar no máximo 28 pontos e constituem o CGIndex – *Corporate Governance Index* (Indexador da Governança Corporativa). A primeira categoria - Ações/Proprietário - é formada por quatro itens; Direito de voto, proporção de ações com voto, *Tag along* e *free float*. Cada item pode contribuir com 1 ponto, e esta categoria pode totalizar 4 pontos, ou 14% do total. A segunda categoria – Assembleia Geral Ordinária – diz respeito à antecipação de convocação da assembleia e pode contribuir para o índice geral com 1 ponto, ou 3,5% do total. São quatro itens avaliados: Dias de antecedência de convocação, Disponibilização de meios de comunicação, Mecanismos de inclusões de pauta e Transmissão eletrônica. Cada item contribui com 0,25 pontos para a categoria.

A terceira categoria – Práticas do Conselho de Administração – diz respeito à remuneração do conselho de administração (CADM), avaliação do CADM, Mandato do CADM, comitês de CADM e tamanho do CADM. Cada item pode contribuir com 1 ponto, totalizando 5 pontos ou 17,85% do total. Na quarta categoria - Composição do conselho de administração – tem-se membros externos, segregação entre CEO e Chairmam, membros independentes, membros minoritários, suplência e participação de mulheres. Cada item contribui com 1 ponto, totalizando 6 ou 21,42% do total.

Na quinta categoria - Fiscalização (Comitê Fiscal e Comitê de Auditoria) – tem-se instalação do conselho fiscal, comitê de auditoria, participação de minoritários e membros independentes. Cada item contribui com 1 ponto, totalizando 4 pontos ou 14,28% do total. Na sexta categoria - Práticas da Diretoria – tem-se remuneração variável, *stock option*, mandato, avaliação, participação de mulheres. Cada item participa com 1 ponto, totalizando 5 pontos ou 17,85%. Na sétima categoria - Transparência/*Disclosure* – tem-se *disclosure* voluntário, divulgação de políticas e mediação e arbitragem. Cada item participa com 1 ponto, totalizando 3 pontos ou 3,57% do total.

4.1.3.5 Modelos econométricos

Para os testes de hipóteses foram utilizados dois modelos. Para Os **Modelos 1, 2, 3 e 4** explicativos da política de dividendos, que estão expressos pelo montante de dividendos pagos relativizado pelo ativo (Divd/atv), Divd/Ação, Divd Yield e Payout, como variáveis dependentes, são correlacionados com o dividendo prévio, ou dividendo pago no ano anterior, também relativizado pelo ativo (Divd/atv_{t-1}), pelo Indicador de qualidade de governança corporativa (CGIndex), pelo indicador de concentração de propriedade nas mãos dos 3 maiores acionistas com direito a voto (CVoto3), pelo retorno sobre o ativo (Roa), pela Alavancagem (Total da Dívida / Total do Ativo), pelas oportunidades de crescimento (Q de Tobin), pelo tamanho da empresa, que é o logaritmo do ativo total (LnAtivo) e a Taxa de Investimento (Inv_Rate_T). A Tabela 13 apresenta os estimadores do modelo:

$$\text{Divd/Atv} = \alpha + \beta_2 \text{CGIndex} + \beta_3 \text{dividendo prévio} + \beta_4 \text{Rentabilidade} + \beta_5 \text{Oportunidades de crescimento} + \beta_6 \text{Propriedade} + \beta_7 \text{Tamanho} + \beta_8 \text{Alavancagem} + \beta_9 \text{Investimento}$$

(Modelo 1)

$$\text{Divd/Ação} = \alpha + \beta_2 \text{CGIndex} + \beta_3 \text{dividendo prévio} + \beta_4 \text{Rentabilidade} + \beta_5 \text{Oportunidades de crescimento} + \beta_6 \text{Propriedade} + \beta_7 \text{Tamanho} + \beta_8 \text{Alavancagem} + \beta_9 \text{Investimento}$$

(Modelo 2)

Divd Yield = $\alpha + \beta_2CGIndex + \beta_3dividendo\ prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8\ Alavancagem + \beta_9Investimentom$
(Modelo 3)

Payout = $\alpha + \beta_2CGIndex + \beta_3dividendo\ prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8\ Alavancagem + \beta_9Investimentom$
(Modelo 4)

Para os **modelos 5, 6, 7 e 8** tem-se a política de dividendos ((Divd/atv, Divd/ação, Divd Yield e Payout)) explicada pela Dummy de novo mercado (Dum_nm), Dividendo prévio (Divd/atv_{t-1}), Rentabilidade (Roa), Oportunidades de crescimento (Q de Tobin), Concentração de propriedade nas mãos dos 3 maiores acionistas com direito a voto (Cvoto3), Tamanho da empresa (Lnativo), Alavancagem (Total da Dívida / Total do Ativo) e Taxa de Investimento (Inv_rate_T):

Divd/Atv = $\alpha + \beta_1Dummy\ NM + \beta_3Dividendo\ Prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8Alavancagem + \beta_9Investimento$ (Modelo 5)

Divd/Ação = $\alpha + \beta_1Dummy\ NM + \beta_3Dividendo\ Prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8Alavancagem + \beta_9Investimento$ (Modelo 6)

Divd Yield = $\alpha + \beta_1Dummy\ NM + \beta_3Dividendo\ Prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8Alavancagem + \beta_9Investimento$ (Modelo 7)

Payout = $\alpha + \beta_1Dummy\ NM + \beta_3Dividendo\ Prévio + \beta_4Rentabilidade + \beta_5Oportunidades\ de\ crescimento + \beta_6Propriedade + \beta_7Tamanho + \beta_8Alavancagem + \beta_9Investimento$
(Modelo 8)

Para os **modelos 9, 10, 11 e 12** têm-se a política de dividendos ((Divd/atv, Divd/ação, Divd Yield e Payout)) explicada pelos dividendos do período anterior (Divd/atv_{t-1}), Participação de mulheres na direção executiva (PropMul), Direito de Voto Preferencial (DirVotPr), Direito de Voto Ordinários (DirVotOr), Número de minoritário no Conselho de Administração (NMinCons), Diretores independentes no Conselho (PropIndCon), Duplo papel na alta direção (DupCeo), Estrutura de propriedade (CVoto3), Rentabilidade (Roa-II), Alavancagem (Total da Dívida / Total do Ativo), Oportunidade de crescimento (Q de Tobin), tamanho (lnativo) e a Taxa de investimento (Inv_Rate_T), conforme equação do Modelo 3:

$$\text{Divd/Atv} = \alpha + \beta \text{Dividendo pr\u00e9vio} + \beta_1 \text{Propor\u00e7\u00e3o de Mulher} + \beta_2 \text{DirVotPr} + \beta_3 \text{DirVotOr} + \beta_4 \text{NMinCons} + \beta_5 \text{PropIndCon} + \beta_6 \text{DupCeo} + \beta_7 \text{Propriedade} + \beta_8 \text{Rentabilidade} + \beta_9 \text{Alavancagem} + \beta_{10} \text{Oportunidade de crescimento} + \beta_{11} \text{Tamanho} + \beta_9 \text{Investimento} \text{ (Modelo 9)}$$

$$\text{Divd/A\u00e7\u00e3o} = \alpha + \beta \text{Dividendo pr\u00e9vio} + \beta_1 \text{Propor\u00e7\u00e3o de Mulher} + \beta_2 \text{DirVotPr} + \beta_3 \text{DirVotOr} + \beta_4 \text{NMinCons} + \beta_5 \text{PropIndCon} + \beta_6 \text{DupCeo} + \beta_7 \text{Propriedade} + \beta_8 \text{Rentabilidade} + \beta_9 \text{Alavancagem} + \beta_{10} \text{Oportunidade de crescimento} + \beta_{11} \text{Tamanho} + \beta_9 \text{Investimento} \text{ (Modelo 10)}$$

$$\text{Divd Yield} = \alpha + \beta \text{Dividendo pr\u00e9vio} + \beta_1 \text{Propor\u00e7\u00e3o de Mulher} + \beta_2 \text{DirVotPr} + \beta_3 \text{DirVotOr} + \beta_4 \text{NMinCons} + \beta_5 \text{PropIndCon} + \beta_6 \text{DupCeo} + \beta_7 \text{Propriedade} + \beta_8 \text{Rentabilidade} + \beta_9 \text{Alavancagem} + \beta_{10} \text{Oportunidade de crescimento} + \beta_{11} \text{Tamanho} + \beta_9 \text{Investimento} \text{ (Modelo 11)}$$

$$\text{Payout} = \alpha + \beta \text{Dividendo pr\u00e9vio} + \beta_1 \text{Propor\u00e7\u00e3o de Mulher} + \beta_2 \text{DirVotPr} + \beta_3 \text{DirVotOr} + \beta_4 \text{NMinCons} + \beta_5 \text{PropIndCon} + \beta_6 \text{DupCeo} + \beta_7 \text{Propriedade} + \beta_8 \text{Rentabilidade} + \beta_9 \text{Alavancagem} + \beta_{10} \text{Oportunidade de crescimento} + \beta_{11} \text{Tamanho} + \beta_9 \text{Investimento} \text{ (Modelo 12)}$$

4.2 Entrevistas e Question\u00e1rios

As entrevistas e question\u00e1rios s\u00e3o alternativas para conhecer a opini\u00e3o dos gestores da \u00e1rea de relacionamento com investidor sobre as decis\u00f5es da pol\u00edtica de dividendos. Constituiu-se em uma oportunidade para saber como os executivos definem suas estrat\u00e9gias de distribui\u00e7\u00e3o e como a Governan\u00e7a corporativa pode impactar nesta estrat\u00e9gia. A an\u00e1lise de conte\u00fado realizada nas respostas das entrevistas e question\u00e1rios objetiva explorar alguns aspectos n\u00e3o alcan\u00e7ados pelos n\u00fameros, que foram tratados nos modelos econ\u00f4micos. A complementariedade de cada abordagem poder\u00e1 contribuir para conhecimento mais ampliado do objeto de estudo.

4.2.1 Pesquisas brasileiras com aplica\u00e7\u00f5es de question\u00e1rios

Ara\u00fajo (1996), objetivando verificar se a pol\u00edtica de dividendos das empresas de capital aberto estava alinhada com as expectativas dos investidores, aplicou um question\u00e1rio em 128 empresas S.A. e 38 institui\u00e7\u00f5es financeiras (Bancos). Os principais t\u00f3picos tratados foram: a) A frequ\u00eancia e a forma de pagamento de dividendos; b) O percentual dos lucros distribu\u00eddos no \u00faltimo ano como dividendos; c) A opini\u00e3o dos investidores quanto \u00e0 op\u00e7\u00e3o de pagar dividendos ou fazer investimentos lucrativos; d) As condicionantes consideradas importantes pelas empresas e pelos acionistas para o estabelecimento da pol\u00edtica de dividendos; e) A maximiza\u00e7\u00e3o da riqueza dos acionistas e f)

O efeito do plano real na política de dividendos e na preferência dos investidores. Araújo (1996) observou que os investidores percebem os dividendos como um resíduo do lucro líquido que serão distribuídos aos acionistas após realizados os investimentos lucrativos. O autor considera também que a maior parte das decisões de investimento e distribuição dos lucros tomadas pelas empresas atendem as expectativas dos investidores em ações. As perguntas estão inseridas no Anexo 5.

Ambrozini (2011) aplicou um questionário para saber se os gestores das empresas de capital aberto levam em consideração os diversos fatores apontados pela literatura como determinantes da política de dividendos. O autor apresentou um modelo conceitual de apoio a tomadas de decisão de destinação de lucro que leva em consideração os seguintes fatores: a) Geração de valor econômico ao acionista; b) Particularidades legais e tributárias brasileiras; c) O poder de distorção da inflação na formação do lucro contábil; d) Estrutura ótima de capital da empresa; e) Existência de projeto futuro com VPL positivo e f) Fluxo de caixa livre, dentre outros. Os resultados mostraram que os gestores atribuem maior grau de importância a fatores como a legislação brasileira, estatuto social da empresa, disponibilidade de caixa, oportunidades de projetos futuros e expectativa de lucro para definição da estratégia de distribuição de lucros por dividendos. As perguntas estão contempladas no Anexo 6.

Santi (2014) analisou o pagamento de juros sobre capital próprio como prática de distribuição de lucros aos acionistas, por quatro empresas tributadas pelo lucro real. Dentre outros aspectos, verificou as demonstrações contábeis de 2013. Da investigação constatou-se que apenas duas empresas pagam Juros Sobre Capital Próprio, e com intuito de obter benefícios fiscais. Quanto às demais, uma delas justificou ter apresentado prejuízo fiscal, quando pagou JSCP, e a outra não utiliza a referida prática. As perguntas constam no Anexo 7.

Fernandez (2017) avaliou a influência que a política tributária brasileira exerce sobre a política de dividendos. Aplicou-se entrevistas semiestruturadas, com 16 gestores, pelo método de análise de conteúdo. Os resultados revelam que o pagamento de dividendos tem atraído o investidor externo. O investidor brasileiro não se mostrou inclinado a investir em ações que pagam dividendos, provavelmente pela instabilidade jurídica brasileira. As perguntas constam no Anexo 8.

4.2.2 Pesquisas internacionais com aplicações de questionários

Lasfer (1997) examinou as motivações dos executivos das empresas de capital aberto da Bolsa de Valores de Londres para o pagamento de dividendos. Foram verificados dois grupos. Um de empresas que pagam dividendos em cash, e o outro de empresas que pagam dividendos em títulos da empresa (ações). Verificou-se que apesar da oferta de ações aumentar os títulos nas mãos dos pequenos investidores, sem incorrer em custos de transações, este movimento não impacta no preço das ações. Ademais, a entrevista revela que a decisão entre pagar dividendos em dinheiro ou opções de ações sofre grande pressão dos acionistas. As perguntas estão inseridas no Anexo 9.

Dong, Robinson e Veld (2005) entrevistaram 555 investidores individuais de empresas de capital aberto da Alemanha. Consideram que as respostas convergem para teoria da sinalização. Os resultados indicam, portanto, que os custos de transação são aspectos importantes para tomada de decisão dos indivíduos quanto ao interesse por dividendos. O questionário encontra-se no Anexo 10.

Em Barbados, no Caribe, verificou-se o comportamento da política de dividendos em empresas com ações negociadas na bolsa de valores. Robinson (2006) conduziu uma análise quali (entrevista estruturada com gerentes financeiros) e quanti (dados históricos de pagamento de dividendos). Os resultados apontam para uma política de dividendos estável. As perguntas e as teorias relacionadas que orientaram a análise qualitativa da pesquisa de Robinson (2006) estão no Anexo 11.

Em estudo que empregou entrevista semiestruturada para diretores financeiros das 20 principais empresas irlandesas, McCluskey, Burton e Power (2007) investigaram o papel da política de dividendos na Irlanda. Analisaram os determinantes da política de dividendos, o papel da tributação nos dividendos e quão importante é a teoria da sinalização para fundamentar tal política. Os resultados indicam que a política de dividendos afeta o valor das empresas, a despeito de apresentarem divergências desta evidência entre as empresas de capital aberto e aquelas de capital fechado. As perguntas que nortearam a entrevista estão no Anexo 12.

Baker, Dutta e Saadi (2008) entrevistaram gerentes de empresas listadas na Bolsa de Valores de Toronto para conhecer suas opiniões sobre a política de dividendos. Observaram que os determinantes da política de dividendos são diferentes na determinação das estratégias para distribuição de lucros entre as empresas financeiras e as não financeiras. Para os dois grupos de empresas tem-se evidência que suportam as teorias do

ciclo de vida da empresa e sinalização. As questões de Baker, Dutta e Saadi (2008), baseado em Lintner (1956) estão no Anexo 13.

Baker et al. (2013) investigaram, por meio de um questionário inspirado por Baker (1989), os fatores que motivam o não pagamento de dividendos no Canadá. Os achados podem sugerir que os gerentes canadenses levam em consideração as oportunidades de crescimento, a baixa rentabilidade e as restrições de caixa na definição de uma política de dividendos. Os resultados do questionário mostram também que a tributação sobre os dividendos podem interferir nesta política de distribuição. Contudo, o resultado se mostrou inconclusivo quanto à relação entre a política de dividendos, o preço das ações e a teoria da sinalização como fundamento da política de dividendos. O questionário encontra-se no Anexo 14.

Khan, Burton e Power (2013) verificaram junto aos executivos e investidores de empresas paquistanesas, o impacto da teoria da sinalização sobre a política de dividendos. Foram entrevistados 16 analistas financeiros e 23 funcionários de empresas para conhecer o impacto dos dividendos sobre os preços das ações no Paquistão. Encontraram evidências para uma relação entre a política de dividendos e o valor da empresa. As questões envolvidas estão no Anexo 15.

Baker e Kapoor (2015) aplicaram o questionário, também baseado em Lintner (1956), para gerentes de empresas pagadoras de dividendos listadas no *National Stock Exchange* (NSE), na Índia, para conhecer suas percepções sobre os fatores que influenciam a política de dividendos. Os autores comparam os resultados com pesquisas realizadas na Indonésia, Canadá, e nos EUA. Enviaram os questionários para 500 empresas, mas somente 42 empresas responderam. Os principais determinantes da política de dividendos são lucros e o dividendos prévios. Verificou-se que a política de dividendos afeta o valor da empresa. As questões de Baker e Kapoor (2015), baseadas em Lintner (1956) estão no Anexo 16.

Na Turquia, Baker e Kilincarslan (2018) entrevistaram 51 gerentes de corporações de capital aberto não pagadoras de dividendos de 12 setores distintos, objetivando identificar os determinantes da política de dividendos. Restrição de caixa, oportunidades de crescimento, baixa rentabilidade e custos de endividamento apresentaram-se como os principais motivos pelos quais não se paga dividendos, ou se reduz o montante pago. Adicionalmente, uma análise estatística utilizando dados de empresas da bolsa da Turquia

permitiu checar se as ações corporativas reais são alinhadas com as visões gerenciais reveladas na pesquisa. O questionário encontra-se no Anexo 17.

O questionário e entrevistas conduzidos por esta pesquisa possibilitam o conhecimento das estratégias dos executivos da “Relação com Investidores” para definição de suas políticas de dividendos. A entrevista foi aplicada em três empresas com plantas industriais em Fortaleza, e o questionário foi distribuído pela internet, por meio do canal de comunicação da Relação com Investidores (RI), disponíveis nos sites das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. As empresas locais foram denominadas como Empresa E1, E2 e E3, para preservar o sigilo das informações.

4.2.3 Elaboração de questionário para a presente pesquisa

O Apêndice 1 contém o modelo final para aplicação do questionário e entrevistas, baseado em Lintner (1956), que foi adotado na pesquisa de Baker, Dutta e Saadi (2008). O modelo segue o mesmo padrão de Baker, Dutta e Saadi (2008), traduzido para o português, visando a aplicação presencial junto aos executivos das empresas locais (Fortaleza) e envio para os contatos disponíveis nas áreas de Relações com Investidores do site institucionais das empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA.

As perguntas dos questionários constam no Apêndice 1 e foram as mesmas, tanto para entrevista presencial quanto para as enviadas por e-mail, com um pequeno ajuste nas enviadas por e-mail. Nas entrevistas aplicou-se uma abordagem de resposta subjetiva, como se verifica nos apêndices 2, 3 e 4. Para as enviadas por e-mail adotou-se respostas objetivas, com escala *likert* de 10 pontos. Adicionalmente, incluiu-se um espaço para comentários opcional, se o respondente desejasse qualificar melhor a sua resposta.

Nas entrevistas presenciais, de aproximadamente 40 minutos cada, fizeram-se registros por nota escrita, além de gravação da conversa, autorizado pelo entrevistado. As gravações facilitaram a transcrição e permitiram maior acuracidade das respostas dos executivos.

Para o questionário enviado por e-mail utilizou-se o Formulário do Google, com envios em lotes para as diversas empresas. O formulário Google facilita a elaboração do instrumento de pesquisa, o envio, o retorno e a organização dos dados, para posterior análise.

O questionário contém 27 questões, dividido em dois grandes blocos, com 4 e 6 itens respectivamente. O primeiro bloco considera a política de dividendos subdividida em quatro itens, conforme abaixo:

- A. *Dividend pattern* - Padrão de Dividendos (2 questões);
- B. *Dividend process* – Processo de dividendos (5 questões);
- C. *Dividend policy and firm value* – Política de dividendos e valor da firma (5 questões);
- D. *Residual dividend policy* - Política de dividendos residuais (2 questões).

E o segundo bloco, a seguir, subdividido em seis itens, considera as teorias relacionadas a dividendos:

- A. *Bird-in-the-hand theory* - A. teoria do pássaro-na-mão (1 questão);
- B. *Signaling theory* - Teoria da sinalização (6 questões);
- C. *Tax preference and dividend clientele* - Preferência tributária e teoria clientela (2 questões);
- D. *Agency theory* – Teoria da agência (2 questões);
- E. *Catering theory* – Teoria da restauração (1 questão);
- F. *Life cycle theory* – Teoria do ciclo de vida (1 questão).

5 RESULTADOS

A política de dividendos e os aspectos organizacionais que buscam entendê-la foram analisadas por métodos econométricos, estatística descritiva e inferencial, e análise de questionários e entrevistas. A econometria foi operacionalizada a partir de dados em painel obtidos na Economática, e compreende as empresas listadas na BM&FBOVESPA, do período de 2010 a 2017. Os questionários e entrevistas adicionaram outras visões sobre os aspectos determinantes da política de dividendos. Viabilizaram um confronto entre os resultados econométricos e os obtidos a partir de questionários enviados por e-mail e entrevistas presenciais realizadas com executivos de relacionamento com investidor.

5.1 Estatística descritiva e inferencial

Aplicou-se a estatística descritiva para melhor caracterização e detalhamento da amostra. Em seguida, foram estimados modelos econométricos para avaliação dos fatores explicativos da política de dividendos.

5.1.1 Amostra

A amostra compreende um painel de dados composto por 936 observações anuais de 132 empresas de 13 setores da economia, do período de 2010 a 2017. Os dados foram coletados do sistema Economática que disponibiliza dados de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Foram mantidas na amostra somente as observações anuais de empresas que dispunham de todos os dados necessários para estimação dos modelos. Em especial, dados relacionados à política de dividendos (variável dependente) e as demais variáveis independentes: dividendo prévio, governança corporativa, rentabilidade, tamanho, oportunidades de crescimento, estrutura de propriedade e alavancagem. Foram excluídas as empresas com no máximo 3 anos, para não comprometer a operacionalização dos dados em painel. Os modelos são melhores estimados com amostras a partir de 4 anos. As empresas financeiras também foram excluídas da amostra, por possuírem demonstrativos muito particulares, diversos das demais empresas da amostra. Para evitar o efeito dos valores extremos (*outliers*), algumas variáveis foram “*winsorizadas*” no percentil 1% e 99%. Trata-se de uma técnica que repete o último valor do percentil 1% para todas as observações com valores inferiores a este percentil, e repete o último valor do percentil 99% para todas as observações acima deste percentil, eliminando os *outliers* (CLEARY, 1999). A Tabela 3 informa o número de empresas por

ano, totalizando 936 unidades. Tem-se uma distribuição uniforme de empresas entre os anos, com aproximadamente 12% do total das empresas para cada ano. Conforme se observa na primeira coluna, tem-se uma amostra que compreende um período de 8 anos, que vai de 2010 até 2017.

Tabela 3 - Empresas por ano

Ano	Freq.	%
2010	110	11,75
2011	117	12,50
2012	121	12,93
2013	128	13,68
2014	127	13,57
2015	118	12,61
2016	109	11,65
2017	106	11,32
Total	936	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor

O número de empresas por setor pode ser verificado na Tabela 4. A amostra conta com 13 setores, incluindo outras, que integra setores menos representativos. Observa-se que os setores com maior número de empresas são Construção e Transporte e Minério, aço e produtos químicos. Na Tabela 4 consta também a categoria Outros. Essa categoria diz respeito ao agrupamento de segmentos mais variados de negócios, que compartilham pouco alinhamento em seus objetivos empresariais, por exemplo: Locadora de imóveis, laboratórios de exames médicos, escola de ensino superior, indústria de fumos, etc. Minério de aço e produtos químicos e Comércio e Varejo, que somam aproximadamente 60% da amostra.

Tabela 4 - Setores

Sector	Observações		Empresas	
	Freq.	Percent	Freq.	Percent
Construção e Transporte	220	23,50	31	23,48
Minério, aço e produtos químicos	128	13,68	18	13,64
Comércio e varejo	81	8,65	11	8,33
Energia elétrica, gás, água e esgoto	79	8,44	11	8,33
Alimentação, bebidas e cigarros	78	8,33	11	8,33
Têxtil, vestuário, couro e sapatos	49	5,24	7	5,30
Comunicação e mídias	34	3,63	5	3,79
Madeira, papel e produtos de papel	24	2,56	3	2,27
Petróleo, gás e derivados	20	2,14	3	2,27
Maquinário e equipamentos	19	2,03	3	2,27
Serviços	12	1,28	2	1,52
Outros	192	20,51	27	20,45
Total	936	100,00	132	100,00

FONTE: Elaborado pelo Autor

Do total das empresas da amostra, verifica-se na Tabela 5 aquelas que pagaram dividendos no período. A variável “*pay_divd_year*” indica o pagamento ou não de dividendos. O valor 1 expressa o pagamento, e o valor 0 expressa o não pagamento de dividendos. Tem-se que 80,02% empresas/ano pagaram dividendos. Aproximadamente, 20% das empresas não pagaram dividendos. Logo, tem-se uma amostra de empresas brasileiras bastante inclinadas para pagar dividendos. Tem-se uma amostra com aproximadamente 115 empresas, com boa representação das ações negociadas na BM&FBOVESPA. Com um teste de médias foi verificado que a quantidade de empresas não pagadoras é diferente estatisticamente, ao nível de significância de 1% das empresas pagadoras. Essas empresas precisam seguir critérios estabelecidos pela CVM, e também observar as demandas dos seus acionistas. Dentre os critérios estabelecidos pela CVM, alguns relacionados às categorias de governança. Estar no mercado de capitais pode motivar o pagamento de dividendos por parte das empresas dessa amostra.

Tabela 5 - Empresas que pagaram dividendos

<i>pay_divd_year</i>	Freq.	Percent
0	187	19,98
1	749	80,02
Total	936	100.00

FONTE: Elaborado pelo Autor

A Tabela 6 traz a informação a respeito da oscilação da distribuição de dividendos pagos. Considerou-se uma variação de até 5% do total, para mais ou para menos, para indicar a manutenção do montante de dividendos distribuído. Acima de 5% de variação do valor proporcional distribuído considera-se que a empresa aumentou o patamar de distribuição. Abaixo de 5% tem-se que a empresa reduziu este patamar. Na primeira linha verifica-se que 50,89% das observações reduziram o montante pago. Na linha 2 têm-se que 8,90% das observações não alteraram o montante pago. Por último, na terceira linha, têm-se que 40,21% das observações aumentaram o montante de dividendos pago.

De acordo com a Tabela 6 as empresas se mostraram mais propensas a alterar suas políticas de dividendos, no período analisado. A maioria, ou 50,89% do total, optou por reduzir o montante pago, em patamares inferiores a 5%. Um número também relevante de empresas, 40,21% do total, optou por aumentar o montante pago, em patamares superiores a 5%. A minoria, ou 8.9% do total, decidiu manter inalterada a sua política de dividendos, com variações dos montantes pagos até o limite de 5%, para mais ou para menos.

Tabela 6 - Movimento de Dividendos

Movimento	N.	%
Reduziram	343	50,89
Mantiveram	60	8,90
Aumentaram	271	40,21
Total	674	100

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 7 tem-se o mapeamento das empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA quanto ao enquadramento nos níveis Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de governança corporativa. De 936 empresas da amostra, 14,21% das empresas (133 empresas) estão enquadradas no mercado tradicional. 14,53% das empresas (136 empresas) estão no nível 1, 7,16% (67 empresas) estão no nível 2, e a maioria, 64,10% das empresas (600 empresas) estão no Novo Mercado, que é o nível de maior exigência quanto aos critérios de transparência, condução de práticas de gestão mais modernas e respeito aos acionistas minoritários.

Tabela 7 - Nível de Governança Corporativa

Nível de governança	Freq.	Percent
Mercado Tradicional	133	14,21
Nível 1	136	14,53
Nível 2	67	7,16
Novo Mercado	600	64,10
Total	936	100.00

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 8 verifica-se o número de empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos, no período de 2010 a 2017, categorizadas pelo nível de governança corporativa. Do total de 936 empresas da amostra, 749 delas, ou 80% pagaram dividendos no período estudado. Empresas categorizadas no novo mercado têm 75% de empresas pagadoras de dividendos. Empresas categorizadas nos demais níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) têm acima de 82% de empresas pagadoras de dividendos. Sob esta ótica, pode-se supor que o nível de governança corporativa não guarda relação com o fato de pagar ou não pagar dividendos.

Tabela 8 - Pagamento de dividendos x Nível de Governança

Nível de Governança	Pagam dividendos		Total
	Não	Sim	
Mercado Tradicional	24 (18%)	109 (82%)	133
Nível 1	9 (7%)	127 (93%)	136
Nível 2	5 (7%)	62 (93%)	67
Novo Mercado	149 (25%)	451 (75%)	600
Total	187 (20%)	749 (80%)	936

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 9 verifica-se o número de empresas que reduziram, mantiveram ou aumentaram o pagamento de dividendos, até 5%, por categoria de nível de governança. Observa-se que a maioria das empresas (51%) reduziu o montante de distribuição,

independentemente do nível de governança. 40% das empresas aumentaram o montante pago, independente no nível de governança. Somente 7% das empresas não alteraram o montante de distribuição, quer para reduzir ou para aumentar.

Tabela 9 - Nível de governança x Movimento de dividendos

Nível de Governança	Movimento			Total
	Reduziram	Mantiveram	Aumentaram	
Mercado Tradicional	47 (47%)	9 (9%)	45 (45%)	101
Nível 1	54 (48%)	11 (10%)	48 (42%)	113
Nível 2	31 (57%)	1 (2%)	22 (41%)	54
Novo Mercado	211 (52%)	39 (10%)	156 (38%)	406
Total	343 (51%)	60 (7%)	271 (40%)	674

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 9, verifica-se que a maior parte das empresas da referida amostra participa do segmento de novo mercado e reduziram o montante de distribuição. 60% do total da amostra está no novo mercado. 52% destas empresas do novo mercado reduziram o montante de distribuição. Aqui, tem-se um indicativo de que as empresas com menor grau de governança corporativa estariam mais propensas a pagar dividendos. O pagamento de dividendos teria a função de substituir o controle dos sistemas de governança, ou comporia um instrumento adicional deste sistema. Este comportamento se alinharia à hipótese *substitute model*.

Na Tabela 10 tem-se a estatística descritiva das variáveis relacionadas ao pagamento de dividendos relativizados pelo ativo, ações, valor da ação (dividend Yield) e lucro líquido (Payout), respectivamente, Divd/Ativo, Divd/ação, Divd Yield e Payout. Quanto ao dividendo relativizado pelo ativo, tem-se uma média de 0,03, ou 3%. Quer dizer que do total do ativo os dividendos representam 3%. Esta variável apresenta-se muito dispersa. Ou seja, as observações estão com elevada variação dos valores em torno da média. Para esta constatação basta observar o CV (coeficiente de variação). O CV é de 1,47, ou seja, o desvio padrão representa 147% da média.

A simetria também está muito elevada, o que denota que as observações não estão simetricamente distribuídas em torno da média. A *kurtosis* (curtose) que indica o nível de achatamento da distribuição, também indica muita dispersão das observações. O parâmetro está muito elevado.

O dividendo relativizado pela ação, o dividendo yield e o Payout também apresentaram altas dispersões. Tais dispersões podem comprometer a mensuração dos estimadores pelos métodos de regressão utilizados. As quatro variáveis foram utilizadas nos modelos para suporte dos testes de hipóteses.

Tabela 10 - Descritivo dos dividendos

Estatística	Divd/atv	Divd/Ação	Divd Yield	Divd/lucro
N	936	910	936	936
Média	0,030	0,305	3,487	0,389
Desvio padrão	0,045	0,671	4,975	0,734
Coefficiente de variação	1,47	2,200	1,427	1,886
Percentil 50	0,015	0,122	2,085	0,255
Mínimo	0,000	0,000	0,000	-1,235
Máximo	0,268	10,737	44,490	4,218
Percentil 1	0,000	0,000	0,000	-1,235
Percentil 5	0,000	0,000	0,000	-0,291
Percentil 10	0,000	0,000	0,000	-0,000
Percentil 90	0,086	0,637	7,900	1,014
Percentil 95	0,124	1,043	11,610	1,387
Percentil 99	0,234	3,290	25,610	4,218
Simetria	2,713	7,179	3,803	2,799
Curtose	11,52	81,843	24,049	15,243

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 11 tem-se a estatística descritiva das variáveis explicativas da política de dividendos. Todas as variáveis, exceto CGIndex, apresentaram-se muito dispersas, dado os elevados indicadores de coeficiente de variação. O CGIndex e Lnativo apresentaram baixa simetria, indicando mais assimetria das observações em torno da média. O indicador de achatamento (curtose) se mostrou elevado para todas as variáveis. A dispersão verificada nos parâmetros é comum em amostras grandes e relacionadas a fenômenos reais. Em certa medida, essa limitação é tratada pelos métodos econométricos aplicados.

Tabela 11 - Descritivo das variáveis explicativas

Estatística	CGIndex	Alavancagem	Rentabilidade	Oportunidades	Investimentos	Tamanho	Propriedade
N	936	936	936	936	936	936	936
Média	0,591	3,484	0,039	1,239	10,494	14,418	0,060
Desvio padrão	0,094	5,291	0,118	1,099	3,788	1,378	0,046
Coefficiente de variação	0,159	1,518	2,970	0,886	0,360	0,870	0,766
Percentil 50	0,586	1,933	0,045	0,876	11,328	14,261	0,058
Mínimo	0,282	-11,032	-1,376	0,142	0,000	9,987	0,000
Máximo	0,860	24,814	0,368	8,717	18,962	19,450	0,223
Percentil 1	0,339	-6,815	-0,373	0,189	0,000	11,704	0,000
Percentil 5	0,449	-3,156	-0,125	0,308	0,000	12,411	0,000
Percentil 10	0,482	-1,989	-0,049	0,393	5,768	12,804	0,000
Percentil 90	0,710	10,340	0,148	2,591	14,768	16,280	0,119
Percentil 95	0,750	12,567	0,186	3,577	15,457	16,772	0,143
Percentil 99	0,818	20,049	0,286	5,686	17,259	18,553	0,187
Simetria	-0,064	0,770	-3,923	2,579	-1,004	0,601	0,420
Curtose	3,351	3,657	38,930	11,743	4,241	3,904	2,774

FONTE: Elaborado pelo Autor

A Tabela 12 apresenta os parâmetros de correlações, com os níveis de significância entre as variáveis dependentes e independentes. Conforme os índices de correlação da Tabela 12 o Dividendo por Ativo (Divd/atv) tem correlação positiva, com nível de significância de 1%, com Investimento, Alavancagem, Rentabilidade e Oportunidade e correlação negativa, com nível de significância de 10%, com dummy de novo mercado.

O Dividendo por Ação (Divd/Ação) tem correlação positiva, com nível de significância de 1%, com Tamanho e Rentabilidade e correlação negativa, com nível de significância de 1%, com Propriedade, CGIndex, dummy de novo mercado. O Dividendo Yield tem correlação positiva, com nível de significância de 1%, com Propriedade e Rentabilidade e correlação negativa, com nível de significância de 5%, com Propriedade e 1%, com CGIndex e dummy de novo mercado,

O Payout tem correlação positiva, com nível de significância de 1%, com Rentabilidade e Oportunidade e correlação negativa, com nível de significância de 1%, com dummy de novo mercado.

Tabela 12 - Correlação entre as variáveis dos modelos

	Divd/Atv	Divd/Ação	Divd Yield	Payout	Propriedade	Investimentos	CGIndex	Dum_nm	Alavancagem	Tamanho	Rentabilidade	Oportunidades
Dividendo	1,0000											
Divd/Ação	0,2833	1,0000										
Divd Yield	0,4552	0,5552	1,0000									
Payout	0,3636	0,2215	0,3069	1,0000								
Propriedade	0,0058	-0,1046	-0,0757	-0,0618	1,0000							
Investimento	0,0049	-0,0096	-0,0198	-0,0064	-0,0323	1,0000						
CGIndex	0,0259	-0,1865	-0,1401	0,0077	-0,0315	-0,0197	1,0000					
Dum_nm	-0,0833	-0,1781	-0,2081	-0,0624	0,0670	-0,0508	0,4733	1,0000				
Alavancagem	0,1956	-0,0167	-0,0301	-0,0353	-0,0158	-0,0444	0,0759	0,0931	1,0000			
Tamanho	0,0046	0,2164	0,0975	0,0502	-0,2067	0,0429	-0,0366	-0,3214	0,0375	1,0000		
Rentabilidade	0,4843	0,1332	0,1562	0,1691	-0,0107	0,0197	-0,0822	-0,0543	-0,2578	0,0698	1,0000	
Oportunidades	0,6744	0,0377	-0,0484	0,1311	0,0274	0,0072	0,1174	0,0692	-0,1561	-0,0397	0,4770	1,0000
	0,0000	0,2555	0,1450	0,0001	0,4029	0,8370	0,0003	0,0343	0,00000	0,2250	0,0000	

FONTE: Elaborado pelo Autor

5.1.2 Determinantes da política de dividendos

Os **Modelos 1, 2, 3 e 4** que buscam explicar a política de dividendos, tem como variáveis dependentes o montante de dividendos pagos relativizado pelo ativo ($Divd/atv$), $Divd/Ação$, $Divd\ Yield$ e $Payou$, e como variáveis independentes têm-se o dividendo prévio, ou dividendo pago no ano anterior, também relativizado pelo ativo ($Divd/atv_{t-1}$), pelo Indicador de qualidade de governança corporativa ($CGIndex$), pelo indicador de concentração de propriedade nas mãos dos 3 maiores acionistas com direito a voto ($CVoto3$), pelo retorno sobre o ativo (Roa), pela Alavancagem ($Total\ da\ Dívida / Total\ do\ Ativo$), pelas oportunidades de crescimento ($Q\ de\ Tobin$), pelo tamanho da empresa, que é o logaritmo do ativo total ($LnAtivo$) e a Taxa de Investimento (Inv_Rate_T). A seguir, na Tabela 13 verifica-se os estimadores do modelo.

Tabela 13 – Modelos que aproximam a qualidade da governança corporativa através do índice

Métodos	REGRES	REGRES	REGRES	REGRES	XTGLS	XTGLS	XTGLS	XTGLS	IVREG	IVREG	IVREG	IVREG	GMM	GMM	GMM	GMM
Variáveis	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout
CGIndex	-0,005*** (0,002)	-1,163*** (0,332)	-6,720*** (1,891)	-0,178 (0,197)	-0,005*** (0,001)	-1,163*** (0,252)	-6,720*** (1,761)	-0,178 (0,271)	-0,015* (0,008)	-1,470*** (0,282)	-6,955*** (1,909)	-0,084 (0,269)	-0,014* (0,008)	-1,517*** (0,479)	-6,071*** (2,324)	-1,562*** (0,551)
Dividendo prévio	0,629*** (0,046)	3,436*** (0,671)	48,722*** (6,042)	4,372*** (0,862)	0,623*** (0,022)	3,436*** (0,643)	48,722*** (4,491)	4,372*** (0,692)	0,653*** (0,023)	3,670*** (0,730)	58,409*** (4,927)	4,472*** (0,694)	0,638*** (0,033)	3,079*** (0,994)	52,762*** (10,047)	5,155*** (1,264)
Rentabilidade	0,039*** (0,011)	0,348* (0,190)	6,001*** (1,763)	0,556*** (0,160)	0,039*** (0,007)	0,348 (0,222)	6,001*** (1,549)	0,556*** (0,240)	0,036*** (0,008)	0,346 (0,257)	5,541*** (1,738)	0,574*** (0,246)	0,037*** (0,012)	0,346 (0,217)	4,319** (2,120)	0,408* (0,242)
Oportunidades	0,007*** (0,001)	-0,120*** (0,028)	-1,744*** (0,220)	-0,056* (0,029)	0,007*** (0,001)	-0,120*** (0,029)	-1,744*** (0,207)	-0,056* (0,031)	0,007*** (0,001)	-0,079*** (0,032)	-2,115*** (0,217)	-0,066*** (0,030)	0,007*** (0,001)	-0,055* (0,033)	-1,786*** (0,364)	-0,063 (0,041)
Investimento	-0,001 (0,001)	-0,000** (0,000)	-0,001 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,001* (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,001 (0,004)	-0,000 (0,000)	0,001 (0,000)	-0,009* (0,005)	-0,059* (0,036)	-0,005 (0,005)	-0,001* (0,001)	-0,000 (0,000)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,002)
Tamanho	-0,032* (0,019)	0,063*** (0,017)	0,170 (0,128)	0,013 (0,025)	-0,032* (0,017)	0,063*** (0,018)	0,170 (0,125)	0,013 (0,019)	-0,000 (0,000)	0,104*** (0,019)	0,241* (0,134)	0,023 (0,019)	-0,000 (0,000)	0,072* (0,043)	0,135 (0,341)	0,010 (0,043)
Alavancagem	-0,010 (0,005)	0,219 (0,203)	1,107 (1,244)	-0,029 (0,175)	-0,001 (0,000)	0,219 (0,150)	1,107 (1,047)	-0,029 (0,160)	-0,009* (0,005)	0,063 (0,179)	0,260 (1,208)	-0,020 (0,170)	-0,011** (0,005)	0,462 (0,334)	4,151 (2,164)	0,188 (0,255)
Propriedade	-0,010* (0,005)	-1,22*** (0,418)	-8,335*** (3,233)	-0,754 (0,515)	-0,010** (0,005)	-1,224*** (0,509)	-8,335*** (3,561)	-0,754 (0,549)	-0,028 (0,018)	-1,332** (0,588)	-9,097** (3,974)	-0,967* (0,556)	-0,033* (0,019)	-1,046* (0,587)	-7,609* (4,509)	0,420 (1,09)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummy Setor	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	798	806	804	828	798	806	804	828	828	806	804	828	798	806	804	828
Empresas	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
F	66,74***	6,21***	10***	9,40***					302***	14***	28***	10***				
R ²	75%	24%	31%	11%					75%	14%	10%	3%				
Wald					2438***	249***	357***	100***								
Hansen (p-value)													1,000	1,000	1,000	0,991
AR2 (p-value)													0,749	0,142	0,433	0,693

Note: *Regress* – Mínimos Quadrados Ordinários, XTGLS – Mínimos Quadrados Generalizados, IVREG – Variáveis Instrumentais, GMM – Métodos dos Momentos Generalizados. Variável Dependente: Divd/Atv – Dividendos/Ativo, Divd/Ação – dividendo/Ação, Divd Yield – dividendo Yield, Payout. Variáveis Independentes: Divd/Atv_{t-1} – Dividendos/ativo do ano anterior; CGIndex – Indicador de Governança corporativa; CVoto3 – Concentração de propriedade na mão dos 3 maiores acionistas com direito a voto; Roa – Retorno sobre o ativo; Total da Dívida / Total do Ativo – Alavancagem; Q de Tobin – Oportunidades de crescimento; LnAtivo – Logaritmo do Ativo; Inv_Rate_T – Taxa de Investimento.

Hansen is the test of overidentifying restrictions. AR2 is the test of absence of second-order correlation in the residuals. ***, **, * Coeficiente de Significância de 1, 5 e 10%

Modelo 1: $Divd/atv = \alpha + \beta_1 CGIndex + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q \text{ de Tobin} + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativo_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 2: $Divd/Ação = \alpha + \beta_1 CGIndex + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q \text{ de Tobin} + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativo_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 3: $Divd Yield = \alpha + \beta_1 CGIndex + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q \text{ de Tobin} + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativo_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 4: $Payout = \alpha + \beta_1 CGIndex + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q \text{ de Tobin} + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativo_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

FONTE: Elaborado pelo Autor

A governança corporativa (CGIndex) se apresentou significativa para explicar a política de dividendos ao nível de 1% para todos os modelos, exceto para o modelo que tem o Payout como variável dependente, para o REGRESS, XTGLS e IVRER. Obteve-se uma relação negativa para explicar a política de dividendos. Nos termos do parâmetro tem-se que quanto menos eficiente é o sistema de governança corporativa da empresa mais essa opta por pagar dividendos. Esse comportamento se alinha ao *substitute model*, que pregoa que o pagamento de dividendos funciona como um instrumento de substituição às práticas de governança, em detrimento ao *outcome model*. Esse resultado corrobora para a hipótese 1 quanto ao impacto da governança corporativa nas decisões envolvendo a política de dividendos.

Os **Modelos 5, 6, 7 e 8** explicativos da política de dividendos, que também está expresso pelo montante de dividendos pagos relativizado pelo ativo (Divd/atv), Dividendo/Ação, Dividendo Yield e Payou estão sendo explicados pelo dividendo prévio, ou dividendo pago no ano anterior, também relativizado pelo ativo ($divd/atv_{t-1}$), pela *dummy* de novo mercado, com “1” para empresa da categoria de novo mercado de governança corporativa e “0” para as demais categorias de governança (Dum_nm), pelo indicador de concentração de propriedade nas mãos dos 3 maiores acionistas com direito a voto (CVoto3), pelo retorno sobre o ativo (Roa), pela Alavancagem (Total da Dívida / Total do Ativo), pelas oportunidades de crescimento (Q de Tobin), pelo tamanho da empresa, que é o logaritmo do ativo total (Lnativo) e pela Taxa de investimento (Inv_Rate_T). A Tabela 14 apresenta os estimadores do modelo.

Tabela 14 – Modelos que aproximam a qualidade da governança corporativa através da presença no segmento de negociação “Novo Mercado”

Métodos	REGRES	REGRES	REGRES	REGRES	XTGLS	XTGLS	XTGLS	XTGLS	IVREG	IVREG	IVREG	IVREG	GMM	GMM	GMM	GMM
Variáveis	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout	Divd/atv	Div/Ação	Divd yield	Payout
Dummy NM	-0,005*** (0,002)	-0,116*** (0,048)	-1,371*** (0,386)	-0,110* (0,060)	-0,005*** (0,001)	-0,116*** (0,054)	-1,371*** (0,375)	-0,110** (0,056)	-0,006*** (0,001)	-0,190*** (0,061)	-1,960*** (0,439)	-0,100* (0,058)	-0,007*** (0,002)	-0,137* (0,077)	-1,429*** (0,572)	-0,114** (0,057)
Dividendo prévio	0,614*** (0,046)	3,364*** (0,682)	47,905*** (6,163)	4,295*** (0,860)	0,614*** (0,023)	3,364*** (0,650)	47,905*** (4,499)	4,295*** (0,691)	0,642*** (0,023)	3,431*** (0,745)	55,436*** (5,286)	4,314*** (0,715)	0,628*** (0,046)	2,888*** (1,056)	52,481*** (9,437)	4,258*** (1,126)
Rentabilidade	0,041*** (0,010)	0,474*** (0,199)	6,680*** (1,798)	0,566*** (0,163)	0,041*** (0,007)	0,474** (0,222)	6,680*** (1,537)	0,566*** (0,237)	0,038*** (0,007)	0,539** (0,256)	6,431*** (1,817)	0,579*** (0,247)	0,041*** (0,013)	0,432* (0,234)	5,122*** (2,018)	0,473** (0,211)
Oportunidades	0,009*** (0,001)	-0,139*** (0,030)	-1,820*** (0,227)	-0,054* (0,029)	0,009*** (0,001)	-0,139*** (0,029)	-1,820*** (0,205)	-0,054* (0,031)	0,007*** (0,001)	-0,093*** (0,032)	-2,095*** (0,230)	-0,060** (0,031)	0,008*** (0,002)	-0,061* (0,036)	-1,797*** (0,343)	-0,024 (0,038)
Investimento	0,000 (0,000)	-0,000*** (0,001)	-0,001* (0,001)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,001 (0,004)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,009 (0,005)	-0,078** (0,040)	-0,006 (0,005)	0,000* (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,002 (0,001)	-0,000 (0,000)
Tamanho	-0,001* (0,000)	0,052*** (0,017)	0,045 (0,134)	0,003 (0,026)	-0,001* (0,000)	0,052*** (0,018)	0,045 (0,130)	0,003 (0,020)	-0,001* (0,000)	0,086*** (0,020)	0,066 (0,145)	0,013 (0,019)	-0,001 (0,001)	0,071 (0,045)	-0,015 (0,361)	0,020 (0,047)
Alavancagem	-0,011** (0,005)	0,219 (0,207)	1,192 (1,248)	-0,019 (0,176)	-0,011** (0,005)	0,219 (0,151)	1,192 (1,049)	-0,019 (0,160)	-0,009* (0,005)	0,061 (0,179)	0,387 (1,274)	-0,007 (0,172)	0,002 (0,010)	0,427 (0,319)	3,335* (1,954)	0,227 (0,191)
Propriedade	-0,026 (0,020)	-1,126*** (0,429)	-7,468*** (3,154)	-0,727 (0,512)	-0,026 (0,018)	-1,126*** (0,514)	-7,468** (3,565)	-0,727 (0,541)	-0,029* (0,018)	-1,171** (0,590)	-8,543** (4,194)	0,981* (0,563)	-0,046 (0,045)	-1,104* (0,674)	-6,657 (4,459)	-0,660 (0,516)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	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	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	828	806	804	828	828	806	804	828	828	806	804	828	828	806	804	828
Empresas	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
F	50***	6,68***	12,62***	9,05***					314***	11***	26***	10***				
R ²	74%	19%	28%	11%					75%	11%	26%	7%				
Wald					2667***	228***	354***	104***								
Hansen (p-value)													1,000	1,000	1,000	1,000
AR2 (p-value)													0,929	0,147	0,447	0,719

Note: *Regress* – Mínimos Quadrados Ordinários, *XTGLS* – Mínimos Quadrados Generalizados, *IVREG* – Variáveis Instrumentais, *GMM* – Métodos dos Momentos Generalizados. Variável Dependente: Divd/Atv – Dividendos/Ativo, Divd/Ação – dividendo/Ação, Divd Yield – dividendo Yield, Payout. Variáveis Independentes: Divd/Atv_{t-1} – Dividendos/ativo do ano anterior; Dummy NM – Dummy de Novo Mercado; CVoto3 – Concentração de propriedade na mão dos 3 maiores acionistas com direito a voto; Roa – Retorno sobre o ativo; Total da Dívida / Total do Ativo – Alavancagem; Q de Tobin – Oportunidades de crescimento; LnAtivo – Logaritmo do Ativo; Inv_Rate_T – Taxa de Investimento.

Hansen is the test of overidentifying restrictions. AR2 is the test of absence of second-order correlation in the residuals. ***, **, * Coeficiente de Significância de 1, 5 e 10%

Modelo 5: $Divd/atv = \alpha + \beta_1 Dummy\ NM + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q\ de\ Tobin + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativomu_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 6: $Divd/Ação = \alpha + \beta_1 Dummy\ NM + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q\ de\ Tobin + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativomu_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 7: $Divd\ Yield = \alpha + \beta_1 Dummy\ NM + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q\ de\ Tobin + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativomu_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

Modelo 8: $Payout = \alpha + \beta_1 Dummy\ NM + \beta_2 divd/atv_{t-1} + \beta_3 Roa + \beta_4 Q\ de\ Tobin + \beta_5 Inv_Rate_T_2 + \beta_6 lnativomu_{it} + \beta_7 Div/Atv + \beta_8 Cvoto3$

FONTE: Elaborado pelo Autor

As empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA podem aderir à níveis diferenciados de práticas de governança corporativa. O segmento novo mercado é o mais exigente dentre os demais níveis de governança. Optou-se pela dummy de novo mercado para verificar se há correlação entre a política de dividendos e a governança corporativa. A *dummy* de novo mercado, que indica as empresas com o nível de governança no novo mercado, mostrou-se significativa, com correlação negativa ao nível de 1%, 5% 10% para todos os modelos econométricos, conforme Tabela 14. Como verificado na fundamentação teórica, o sistema de governança diz respeito à transparência, independência do conselho de administração e auditoria interna, instrumentos de controles internos e outros aspectos de monitoramento das ações dos gestores. Quanto maior o nível de governança, maior a transparência e os aspectos de controles. O novo mercado é o mais elevado nível de governança deste sistema.

O estimador significativo e negativo para relação entre empresas que estão no novo mercado e o pagamento de dividendos dá indicativos de que as empresas com mais elevado nível de governança corporativa estão menos propensas a pagar dividendos. Tem-se, portanto, suporte que apontam para hipótese 1, corroborando com a variável CGIndex, que a política de dividendos das empresas é afetada pelo nível de governança corporativa. O efeito pode ser negativo ou positivo sobre o pagamento de dividendos. Aqui, obteve-se evidências empíricas da relação negativa e significativa, alinhando-se ao *substitute model*. Sob o enfoque teórico do *substitute model*, o pagamento de dividendos funciona como instrumento de controle da ação gerencial, atuando em substituição à estrutura de governança corporativa, que inexistente ou apresenta-se fragilizada (SMITH, PENNATHUR e MARCINIAK, 2017).

Portanto, apresentaram-se robustos os resultados empíricos aqui apresentado que corrobora para aceitação da hipótese 1 de afetação da política de dividendos quando a adoção ou não de práticas de governança corporativa. No caso aqui estabelecido, teve-se inclinação para aceitação do *substitute model*, tanto para a principal variável de estudo CGIndex, quanto para a variável adicional (Dum Nm), dado o nível de significância apresentado em todos os métodos e modelos econométricos utilizados.

Adicionalmente, foram verificadas práticas específicas de governança que compõem o indicador CGIndex. Objetiva-se identificar se aspectos particulares da governança estão relacionados à política de dividendos, e se significantes. O modelo de

regressão que adotou os métodos de Mínimos Quadrados ordinários, GLS, Variável Instrumental e GMM, aplicou as mesmas variáveis de controle utilizadas para testar o CGIndex a *Dummy* de Novo Mercado, mas neste caso, somente para alguns aspectos particulares da governança, que compuseram o CGIndex.

Não foram verificados todos os aspectos particulares que compõem o CGIndex, mas somente aqueles mais recorrentes que são mencionados pela literatura. Dentre as práticas específicas escolhidas têm-se: a) Capital Votante (Silva, 2004); b) Proteção de acionista minoritário (Bae, Chang e Kang, 2009); c) Diretores independentes (Lin e Shen, 2012) e d) Duplo papel do principal executivo. Dada a crescente ascensão da mulher no mercado de trabalho e seu empoderamento, e as constantes reflexões sobre como a inserção dela em posições estratégicas pode avançar trazendo vantagens para todos os sistemas, quer sociais, organizacionais, econômicos e outros; optou-se por incluir esta prática nos modelos econométricos 9 a 12.

A Tabela 15 apresenta os estimadores dos métodos econométricos referente aos modelos 9, 10, 11 e 12. Nessa tabela têm-se os estimadores dos métodos de regressão por mínimos quadrados ordinários, regressão por mínimos quadrados generalizados, variáveis instrumentais e método dos momentos generalizados. No aplicativo econométrico Stata, versão 14, operacionalizou-se cada prática específica separadamente, em seguida o modelo foi implementado com todas as práticas ao mesmo tempo. Os parâmetros não sofreram quaisquer modificações. Os parâmetros constantes na Tabela 15 são os relacionados à operacionalização com todas as variáveis simultaneamente.

Nos modelos econométricos têm-se o nível de pagamento de dividendos ($Divd/atv$), o Dividendo/Ação/ dividendos Yield e o Payout, explicados pelos dividendos prévio ($Divd/atv_{t-1}$), a rentabilidade (Roa), oportunidades de crescimento (Q de Tobin), alavancagem (Total da Dívida / Total do Ativo), tamanho ($\ln ativo$), Inv_Rate_T , Participação de mulheres na direção executiva (PropMul), Direito de Voto Ações Preferenciais (DirVotPr), Direito de Voto Ações Ordinárias (DirVotOr), Número de minoritários no Conselho de Administração (NMinCons), Diretores independentes no Conselho (PropIndCon), Duplo papel na alta direção (DupCeo) e estrutura de propriedade (CVoto3).

Tabela 15 – Modelos que consideram práticas de governança corporativa específicas

Métodos Variáveis	REGRES Divd/atv	REGRES Div/Ação	REGRES Divd yield	REGRES Payout	XTGLS Divd/atv	XTGLS Div/Ação	XTGLS Divd yield	XTGLS Payout	IVREG Divd/atv	IVREG Div/Ação	IVREG Divd yield	IVREG Payout	GMM Divd/atv	GMM Div/Ação	GMM Divd yield	GMM Payout
Dividendo prévio	0,611*** (0,047)	3,203*** (0,692)	48,551*** (6,211)	4,153*** (0,877)	0,611*** (0,023)	3,203*** (0,650)	48,551*** (4,537)	4,153*** (0,698)	0,641*** (0,023)	3,234*** (0,712)	56,133*** (4,957)	4,089*** (0,717)	0,626*** (0,039)	2,919*** (1,021)	-47,061*** (9,396)	4,041*** (0,913)
PropMul	-0,015** (0,007)	-0,045 (0,194)	-0,337 (1,573)	-0,133 (0,202)	-0,015* (0,009)	-0,045 (0,257)	-0,937 (1,798)	-0,133 (0,275)	-0,018** (0,009)	-0,253 (0,282)	-0,813 (1,964)	-0,210 (0,283)	-0,017*** (0,008)	-0,373 (0,301)	0,110 (2,075)	-0,170 (0,231)
DirVotOr	-0,000 (0,006)	0,132* (0,071)	2,099*** (0,778)	-0,167 (0,127)	0,000 (0,005)	0,132 (0,151)	2,099** (1,058)	-0,167 (0,150)	0,000 (0,005)	0,128 (0,166)	1,816 (1,158)	-0,211 (0,153)	-0,005 (0,014)	-0,363 (0,539)	4,050 (4,470)	-0,668 (0,619)
DirVotPr	0,002 (0,002)	0,393*** (0,125)	1,550* (0,826)	0,156 (0,105)	0,002 (0,002)	0,393*** (0,085)	1,550*** (0,599)	0,156** (0,085)	0,035 (0,002)	0,455*** (0,088)	2,296*** (0,616)	0,130 (0,084)	0,003 (0,006)	0,569 (0,373)	2,681 (2,931)	0,054 (0,166)
NMinCons	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,008)	0,068 (0,058)	0,003 (0,008)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,008)	0,068 (0,062)	0,003 (0,009)	0,000 (0,000)	0,009 (0,009)	0,075 (0,068)	0,001 (0,009)	0,000 (0,000)	0,015 (0,012)	0,078 (0,190)	-0,017 (0,022)
PropIndCon	-0,007 (0,004)	-0,124 (0,082)	-2,187*** (0,810)	-0,142 (0,116)	-0,007* (0,004)	-0,124 (0,122)	-2,187*** (0,851)	-0,142 (0,131)	-0,007* (0,004)	-0,359*** (0,138)	-2,584*** (0,961)	-0,158 (0,138)	-0,022*** (0,009)	-0,427** (0,191)	-4,495** (2,128)	-0,420* (0,247)
DupCeo	0,000 (0,001)	-0,048 (0,071)	-0,405 (0,384)	0,051 (0,062)	0,000 (0,002)	-0,048 (0,071)	0,405 (0,500)	0,051 (0,076)	0,001 (0,002)	-0,073 (0,077)	-0,032 (0,537)	0,074 (0,077)	0,009 (0,006)	-0,383* (0,199)	2,871* (1,780)	0,098 (0,162)
Investimento	-0,000 (0,000)	-0,000** (0,000)	-0,001* (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,001** (0,001)	-0,001 (0,000)	-0,001 (0,004)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,006 (0,005)	-0,052 (0,036)	-0,005 (0,005)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,001)	-0,032 (0,026)	-0,002 (0,002)
Propriedade	-0,031 (0,020)	-1,194*** (0,409)	-8,612*** (3,165)	-0,908* (0,541)	-0,036** (0,018)	-1,194*** (0,515)	-8,612*** (3,601)	-0,908* (0,549)	-0,031* (0,018)	-1,302** (0,569)	-9,030** (3,965)	-1,068* (0,570)	-0,011 (0,048)	-0,715 (1,280)	-8,350 (8,899)	-0,568 (1,463)
Rentabilidade	0,041*** (0,010)	0,414** (0,193)	6,294*** (1,877)	0,554*** (0,168)	0,041*** (0,008)	0,414* (0,224)	6,294*** (1,562)	0,554** (0,242)	0,038*** (0,008)	0,432* (0,245)	5,902*** (1,705)	0,542** (0,241)	0,038*** (0,013)	0,399** (0,208)	7,407*** (3,025)	0,428* (0,228)
Alavancagem	-0,012** (0,005)	0,126 (0,194)	0,394 (1,198)	-0,049 (0,177)	-0,011** (0,005)	0,126 (0,151)	0,394 (1,054)	-0,049 (0,161)	-0,011** (0,005)	-0,032 (0,170)	-0,389 (1,181)	-0,031 (0,171)	-0,011* (0,005)	0,076 (0,188)	0,182 (1,781)	0,000 (0,153)
Oportunidades	0,009*** (0,001)	-0,125*** (0,027)	-1,777*** (0,227)	-0,047 (0,031)	0,008*** (0,001)	-0,125*** (0,029)	-1,777*** (0,207)	-0,047 (0,031)	0,007*** (0,001)	-0,074*** (0,031)	-2,074*** (0,216)	-0,050* (0,031)	0,008*** (0,002)	-0,081** (0,037)	-1,771*** (0,416)	-0,035 (0,030)
Tamanho	-0,001* (0,000)	0,050*** (0,016)	0,090 (0,127)	0,002 (0,024)	-0,000 (0,000)	0,050*** (0,018)	0,090 (0,130)	0,002 (0,020)	-0,000 (0,000)	0,073*** (0,019)	0,080 (0,136)	0,007 (0,020)	-0,001 (0,001)	0,005 (0,050)	-0,385 (0,581)	-0,020 (0,049)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	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	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	828	806	804	828	828	806	804	828	828	806	804	828	828	806	804	828
Empresas	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
F	43,40***	5,59***	9,95***	8,09***					189***	11***	19***	7***				
R ²	76%	24%	31%	11%					75%	6%	15%	3%				
Wald					2664***	255***	365***	107***								
Hansen (p-value)													0,872	0,145	0,438	0,830
AR2 (p-value)													1,000	1,000	1,000	1,000

Note: Regress – Mínimos Quadrados Ordinários, XTGLS – Mínimos Quadrados Generalizados, IVREG – Variáveis Instrumentais, GMM – Métodos dos Momentos Generalizados. Variável Dependente: Divd/Atv – Dividendos/Ativo, Divd/Ação – dividendo/Ação, Divd Yield – dividendo Yield, Payout. Variáveis Independentes: Divd/Atv_{t-1} – Dividendos/ativo do ano anterior; Participação de mulheres na direção executiva (PropMul), Direito de Voto Preferencial (DirVotPr), Direito de Voto Ordinários (DirVotOr), Número de minoritário no Conselho de Administração (NMinCons), Diretores independentes no Conselho (PropIndCon), Duplo papel na alta direção (DupCeo); CVoto3 – Concentração de propriedade na mão dos 3 maiores acionistas com direito a voto; Roa – Retorno sobre o ativo; Total da Dívida / Total do Ativo – Alavancagem; Q de Tobin – Oportunidades de crescimento; LnAtivo – Logaritmo do Ativo; Inv_Rate_T_2 – Taxa de Investimento. Hansen is the test of overidentifying restrictions. AR2 is the test of absence of second-order correlation in the residuals. ***, **, * Coeficiente de Significância de 1, 5 e 10%

Modelo 9 - Divd/Atv = $\alpha + \beta_1$ Dividendo prévio + β_2 Proporção de Mulher + β_3 DirVotPr + β_4 DirVotOr + β_5 NMinCons + β_6 PropIndCon + β_7 DupCeo + β_8 Propriedade + β_9 Rentabilidade + β_{10} Alavancagem + β_{11} Oportunidade de crescimento + β_{12} Tamanho + β_{13} Investimento
 Modelo 10 - Divd/Ação = $\alpha + \beta_1$ Dividendo prévio + β_2 Proporção de Mulher + β_3 DirVotPr + β_4 DirVotOr + β_5 NMinCons + β_6 PropIndCon + β_7 DupCeo + β_8 Propriedade + β_9 Rentabilidade + β_{10} Alavancagem + β_{11} Oportunidade de crescimento + β_{12} Tamanho + β_{13} Investimento
 Modelo 11 - Divd Yield = $\alpha + \beta_1$ Dividendo prévio + β_2 Proporção de Mulher + β_3 DirVotPr + β_4 DirVotOr + β_5 NMinCons + β_6 PropIndCon + β_7 DupCeo + β_8 Propriedade + β_9 Rentabilidade + β_{10} Alavancagem + β_{11} Oportunidade de crescimento + β_{12} Tamanho + β_{13} Investimento
 Modelo 12 - Payout = $\alpha + \beta_1$ Dividendo prévio + β_2 Proporção de Mulher + β_3 DirVotPr + β_4 DirVotOr + β_5 NMinCons + β_6 PropIndCon + β_7 DupCeo + β_8 Propriedade + β_9 Rentabilidade + β_{10} Alavancagem + β_{11} Oportunidade de crescimento + β_{12} Tamanho + β_{13} Investimento

FONTE: Elaborado pelo Autor

A maioria dos aspectos particulares da governança corporativa não se mostrou significativa para explicar a política de dividendos. A Proporção de Mulheres no Conselho, o Direito de Voto Preferencial (DirVotPr), Direito de Voto Ordinários (DirVotOr) e Proporção de Independentes no Conselho apresentaram significância em alguns modelos. O direito de voto das ações preferenciais e/ou ordinárias impõe condições efetivas para cada grupo de acionistas participar, de acordo com a sua parcela de propriedade, no processo decisório da empresa. A captação de efeito positivo ou negativo sobre o pagamento de dividendos sugere a possibilidade real de impacto desta prática sobre a política de dividendos. Por outro lado, ter propriedade de ações no Brasil não quer dizer efetivamente impactos na estratégia de dividendos.

Das práticas específicas da governança corporativa, a participação de mulheres no conselho de administração (PropMul) apresentou relação negativa e significativa ao nível de 1% com a política de dividendos para os métodos econométricos com Divd/Atv. Este resultado corrobora para aceitação da hipótese *Substitute Model*. Como visto, tem-se o pagamento de dividendos diante de fragilidade ou inexistência de estrutura de governança corporativa, que funciona como instrumento de substituição. A assunção de posições de destaque no meio organizacional, por parte das mulheres, não é recente, mas consolida-se e aos poucos vai tomando melhores contornos. Esse processo de inserção da mulher, e superação constante de desafios, diante de um sistema ainda muito conservador, torna-a mais atenta ao processo de tomada de decisão. Aqui, sua contribuição no sentido de pressionar o pagamento de dividendo para proteger o acionista minoritário contra a expropriação majoritária, e como instrumento substituto de um sistema de governança fragilizado.

Quanto as demais variáveis moderadoras, observou-se uma correlação e significância para todas as variáveis. Exceto, para Investimento e alavancagem. Os dividendos prévios estão relacionados positiva e significativamente, ao nível de 1%, com a política de dividendos para todos os métodos econométricos aplicados. Este resultado está alinhado com a hipótese 2 que preconiza que as empresas baseiam suas políticas de dividendos nas práticas passadas. O comportamento intertemporal dos dividendos tem afetado a política de dividendos (ANDRES e HOFBAUR, 2017; YONG HÁ, JOOG IM E KANG, 2017). Chazi, Boubakri e Zanella (2011) verificaram que a política de dividendos dos Emirados Árabes Unidos é conservadora, e que os executivos relutam em alterá-la e baseiam seus pagamentos em práticas passadas.

A rentabilidade se mostrou significativa e relacionada positivamente para a maioria dos métodos aplicados, com pouquíssimas exceções. Confirma-se a hipótese 4, que a rentabilidade tem efeito positivo sobre o pagamento de dividendos. Portanto, o pagamento de dividendos está diretamente relacionado à rentabilidade da empresa. Há evidências empíricas de um efeito positivo da rentabilidade sobre a distribuição de dividendos. A correlação entre lucratividade e pagamento de dividendos está na direção da hipótese de monitoramento da gestão uma vez que a mais elevada distribuição de dividendos reduz a disponibilidade de fluxo de caixa livre nas mãos dos gestores.

As oportunidades de crescimento se mostraram negativa e significativa quanto a política de dividendos. Isso confirma a hipótese 5, que as oportunidades de crescimento têm efeito negativo sobre o pagamento de dividendos. Nos questionários os executivos enfatizaram a tese de investimento em projetos lucrativos para geração de valor futuro para o negócio e não alocação de recursos financeiros para pagamento de dividendos, ratificando também a hipótese 5.

A concentração de propriedade nas mãos dos três maiores acionistas com direito a voto (CVoto3) se mostrou significativa para a maioria dos métodos econométricos. Verificou-se uma relação negativa entre a concentração de propriedade e a política de dividendos. O efeito negativa confirma a hipótese 6, que a concentração de propriedade afeta a política de dividendos da empresa brasileira. A influência aqui verificada está alinhada a hipótese de expropriação da riqueza do acionista minoritário, que levou a um efeito negativo da concentração de propriedade sobre o nível de pagamento de dividendos.

O tamanho da empresa se mostrou significativa para explicar a política de dividendos para alguns modelos aplicados. Portanto, em parte, confirma-se a hipótese 7 que o tamanho da empresa tem efeito positivo sobre o pagamento de dividendos. O tamanho da empresa tem demonstrado impactar nas decisões relacionadas à política de dividendos das empresas. O efeito positivo do tamanho da empresa sobre o nível de distribuição de dividendos tem sido documentado em diferentes mercados, mas não confirmado nesta pesquisa.

A não correlação entre tamanho da empresa e o pagamento de dividendos foi percebida nas entrevistas e questionários. As empresas que participaram desses processos de investigação são de grande porte. Os executivos dessas empresas mencionaram que as suas estratégias estão baseadas em geração de valor a partir de investimento em projetos promissores. Portanto, alocam os recursos financeiros para investimento, visando o

crescimento dos negócios, em detrimento do pagamento de dividendos. Sob outra análise, o não pagamento de dividendos verificados na econometria pode ser justificado, em parte, pela crise por que passou a economia brasileira a partir de 2014, com a deflagração da operação lava a jato. Ademais, o movimento de redução de pagamento de dividendos observado na estatística descritiva pode estar associado à adesão à melhores níveis de governança corporativa, trazendo mais suporte para o *Substitute Model*.

A alavancagem não se mostrou significativa para explicar a política de dividendos. Não alinhada a hipótese 8, que a alavancagem tem efeito negativo sobre o pagamento de dividendos. O pagamento de dívidas pode contribuir para uma política restritiva de dividendos, dado que o fluxo de caixa livre seria utilizado para pagar o custo da dívida ao invés de pagar dividendos (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009; LEE, 2010; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011; BAE; CHANG; KANG, 2012; BOHREN; JOSEFSEN; STEEN, 2012). Esta argumentação é favorável à hipótese que endividamento interfere negativamente na distribuição de dividendos embora os resultados ainda não sejam conclusivos.

A Taxa de investimento se mostrou correlacionado negativa e significativamente com o pagamento de dividendos, somente para alguns modelos, corroborando para aceitação da hipótese 3, que o investimento impacta negativamente no pagamento de dividendos. O pagamento de dividendos e a Taxa de investimento geralmente concorrem para o mesmo recurso, fazendo-se necessário optar por um, em detrimento da alocação de recursos para o outro gasto.

5.2 Entrevistas e questionários

Seguindo Baker e Kilincarslan (2018), aplicou-se entrevistas junto aos executivos de finanças das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Procedeu-se com três entrevistas presenciais e o envio de questionários para 223 empresas da Bovespa, a partir de contatos disponíveis nos sites institucionais. Do total de empresas disponíveis no site da BM&FBOVESPA, em abril/2019 (283 empresas), não foram identificados os contatos dos RIs de 60 empresas.

As entrevistas presenciais foram realizadas com a Empresa E1, Empresa E2 e Empresa E3, todas com abrangência nacional. As entrevistas por envio de e-mails resultaram em 5 respondentes.

Inicialmente, além das 27 perguntas, um bloco de questões para identificação do perfil das empresas e respondentes foi estabelecido. A partir desta identificação verifica-se que o perfil das empresas respondentes, constante na Tabela 16 compreende os setores de energia, medicina, saneamento e varejo.

Tabela 16 - Perfil das empresas respondentes

Empresa/Setor	Fundação	Nº de empregados	Capital Social	Faturamento 2018
Empresa A Energia elétrica	1954	7.611	10,8 Bi	14,9 Bi
Empresa B Energia elétrica	1905	13.000	3,36 Bi	23,7 Bi
Empresa C Medicina Diagnóstica	1959	5.000	378 MM	1,2 MM
Empresa D Saneamento	1963	7.100	2,95 Bi	4,48 Bi
Empresa E Varejo	1965	21.400	792 MM	7,5 Bi

FONTE: Elaborado pelo Autor

Conforme se verifica na Tabela 16, tem-se empresas com acima de 5000 empregados, capital social acima de 379 milhões e faturamento médio anual acima de 10 Bi. Portanto, todas as empresas são de grande porte e muito maduras, com acima de 6 décadas de fundação.

Ainda quanto à identificação, tem-se que o perfil dos respondentes, de acordo com a Tabela 17, compreende um respondente com 31 anos e os demais com acima de 56 anos de idade. O respondente mais novo tem somente 1 ano de experiência no cargo e empresa, e os demais contam com vasta experiência no cargo e empresa, caracterizando um perfil predominantemente sênior.

Tabela 17 - Perfil dos respondentes

Cargo do Respondente:	Formação acadêmica	Idade	Tempo no cargo	Tempo na empresa
Analista de Governança Corporativa	Direito e Pós-graduação em Finanças	31	1	1
CFO	Pós-graduado	58	23	30
Diretor	Bacharel em Administração e Ciências Contábeis	60	40	10
Gerente	Bacharel em Economia	56	16	34
Gerente de Relações com Investidores	Bacharel em Ciências Contábeis	59	11	39

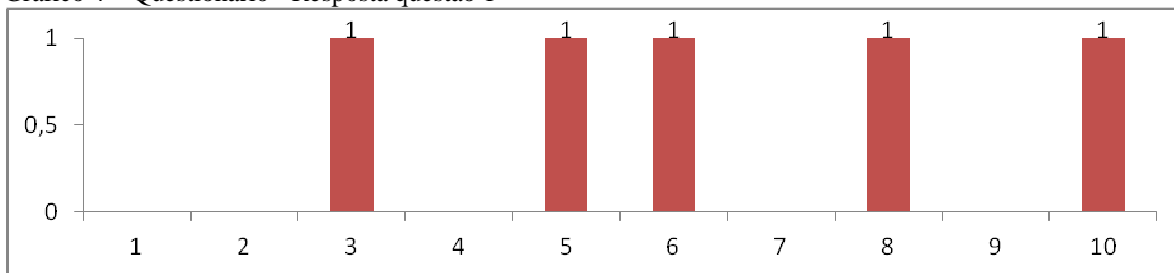
FONTE: Elaborado pelo Autor

A política de dividendos das empresas que participaram do questionário pode ser melhor compreendida a partir das análises das 27 respostas, que são delineadas a seguir. Para cada resposta tem-se um gráfico que enumera as respostas dos respondentes seguindo uma escala likert. A análise das respostas de cada pergunta objetiva verificar a opinião e a

percepção dos executivos sobre os diversos temas que envolvem a política de dividendos, buscando alguma conexão com o que preconiza a literatura e as teorias relacionadas aos dividendos.

O Gráfico 4 enumera as respostas relacionadas a primeira pergunta do questionário: Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?

Gráfico 4 – Questionário - Resposta questão 1



Nota: Pergunta 1 - Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Numa escala de 0 a 10, um respondente considerou 3, ou seja, não considera que a política de dividendos segue qualquer trajetória do lucro. Dois outros, que assinalaram 5 e 6, também não apontam correlação entre a política de dividendos e os lucros, embora com menor força. Duas empresas consideram que a política de dividendos, segue a trajetória do lucro. Para esta questão dois respondentes acrescentaram comentários, qualificando melhor as suas respostas objetivas.

Respondente que assinalou 6:

“A Política de Dividendos não está atrelada aos lucros, a política de uma empresa é definida e implantada sem considerar os lucros, os quais servirão apenas de base para os dividendos”.

Respondente que assinalou 10:

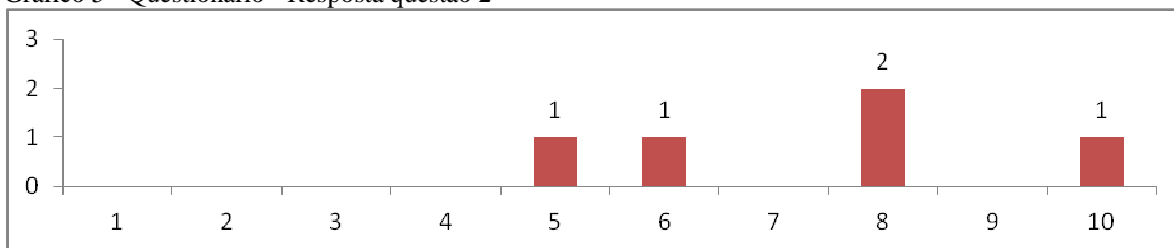
“A evidência para este item encontra-se no item 3.1 da Política de Dividendos da Companhia, onde está estabelecido que "A Administração da Companhia deverá considerar os resultados da empresa, sua condição financeira, necessidade de caixa, perspectivas futuras dos mercados de atuação, oportunidades de investimento existentes, manutenção e expansão da capacidade de investimento, covenants, entre outros, na decisão de distribuição de dividendos e demais proventos.”

Logo, têm-se três opiniões que divergem categoricamente quanto à correlação entre lucro e política de dividendos, e duas que consideram uma forte correlação entre lucro e

dividendos. Os três resultados divergem daquilo que preconiza a maioria da literatura, que informa haver forte correlação entre lucro e dividendos (BAR-YOSEF E VENEZIA, 1991; LEE E CHANG, 1986; HOLANDA E COELHO, 2012). Algumas pesquisas se alinham as duas respostas que consideram uma forte correlação entre as variáveis (AIVAZIAN, BOOTH E CLEARY, 2003; FAMA E FRENCH, 2012; BROCKMAN E UNLU, 2011; LEE, 2010; FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA E CRISÓSTOMO, 2010; FAMA E BABIAK, 1968). Nessa abordagem, observa-se também não alinhamento entre as ponderações dos entrevistados e a Teoria da Relevância da política de dividendos, que tem o lucro como fator preponderante para distribuição de dividendos (LINTNER, 1956 e GORDON, 1959).

O Gráfico 5 enumera as respostas relacionadas a segunda pergunta do questionário: O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?

Gráfico 5 - Questionário - Resposta questão 2



Nota: Pergunta 2 - O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Neste caso, mostrou-se mais consensual as respostas. Segundo os respondentes o padrão de pagamento de dividendos não segue o mesmo comportamento de ocorrência dos lucros auferidos pela empresa. Tem-se também dois comentários:

Respondente que assinalou 6:

“O padrão de pagamento depende do que for definido na Política de Dividendos.”

Respondente que assinalou 5:

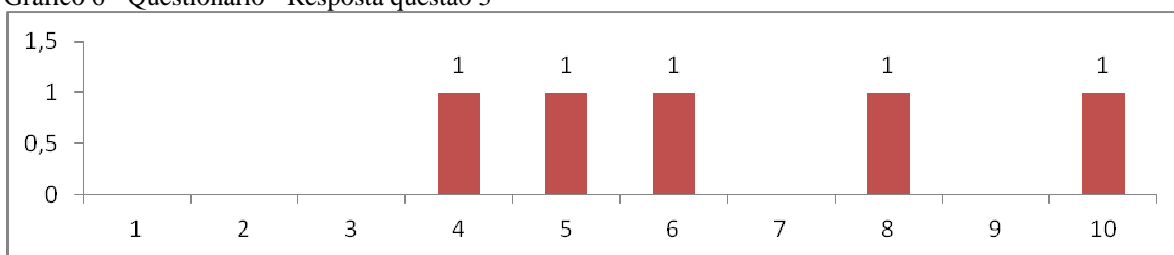
“De acordo com o histórico de distribuição de Dividendos da Companhia, o payout nos últimos três exercícios foi de aproximadamente: 53% em 2016, 27% em 2017 e 26% em 2018.”

As respostas apontam para uma política de dividendos com pagamentos que apresentam um padrão estabilizado. A maioria dos respondentes consideram haver um padrão, ao longo do tempo, no pagamento de dividendos, exprimindo pouca variação no pagamento de dividendos. Segundo Lintner (1956) e Gordon (1959) o mercado premia a

estabilidade no pagamento de dividendos e o lucro é fator preponderante para a distribuição de dividendos. Portanto, têm-se um relacionamento entre as abordagens dos entrevistados e a Teoria da relevância da política de dividendos, no que concerne a estabilidade da política e a relevância dessa decisão para o atendimento das demandas dos acionistas.

O Gráfico 6 enumera as respostas relacionadas à terceira pergunta do questionário: Uma empresa deve estabelecer uma meta de pagamento de dividendos, e periodicamente ajustar a taxa de distribuição de dividendos atual na direção desta meta?

Gráfico 6 - Questionário - Resposta questão 3



Nota: Pergunta 3 - O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 6:

“A Política de Dividendos deve estabelecer as metas de distribuição e períodos de pagamentos, independentemente dos lucros apurados. ”

Respondente que assinalou 5:

“Uma empresa deve possuir uma política de dividendos que vá ao encontro de sua estratégia empresarial, podendo ou não ajustar a taxa de distribuição. ”

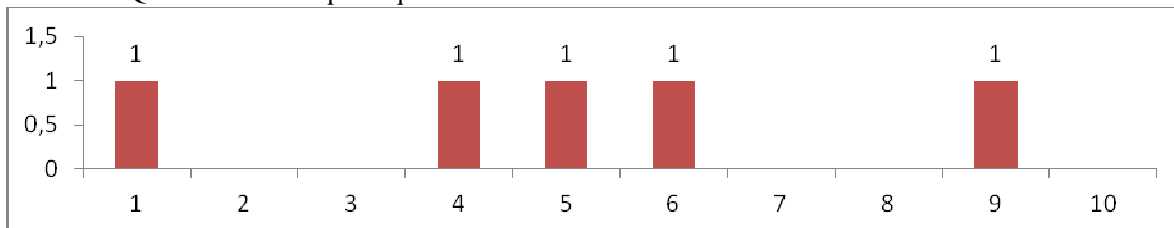
A maioria dos respondentes considera que a empresa deve estabelecer uma meta para pagamento de dividendos e persegui-la. Isto se mostrou enfático para os respondentes que apontaram 8 e 10, mas também para aqueles que responderam 5 e 6, que qualificaram melhor suas respostas com comentários que convergem para uma política que se orienta por metas de pagamentos. Yong Ha, Joong Im e Kang (2017) constataram que as empresas ajustam o pagamento de dividendos ao objetivo alvo muito mais rápido do que a literatura tem preconizado. Quando os gerentes planejam os ganhos futuros estão mais dispostos a perserguir a meta de dividendo, aumentando a velocidade de ajuste.

Estabelecer uma meta de dividendos e perseguí-la refere-se ao planejamento estratégico que envolvem as decisões de distribuição das empresas. Planejar a política de dividendos torna relevante as decisões de metas e o acompanhamento e controle dessa

meta. Nesse sentido, mais uma vez, a Teoria da Relevancia dos dividendos traz suporte para as colocações dos executivos pesquisados.

O Gráfico 7 enumera as respostas relacionadas à quarta pergunta do questionário: Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?

Gráfico 7 - Questionário - Resposta questão 4



Nota: Pergunta 4 - Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 6:

“Conforme as respostas anteriores, uma coisa não está atrelada a outra.”.

Respondente que assinalou 5:

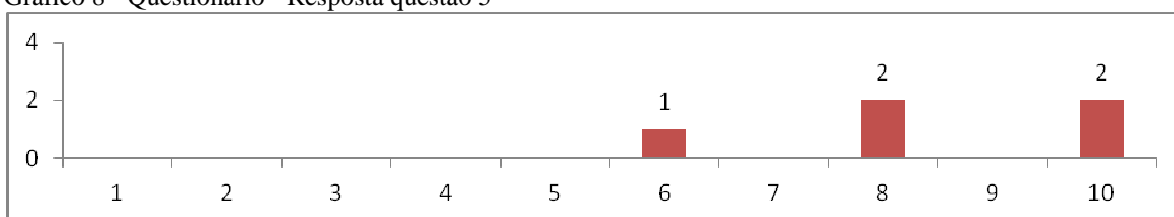
“A política de dividendos deve prever mudanças consistentes no lucro, considerando os possíveis cenários dentro da estratégia empresarial da companhia. "5.1 - Os acionistas terão direito, no mínimo, ao dividendo obrigatório correspondente a 25% do lucro líquido ajustado do exercício, conforme estabelecido no Estatuto Social da companhia e no Art. 202 da Lei Federal nº 6.404/1976. 5.2 - O dividendo não será obrigatório no exercício social em que a Administração informar à Assembleia Geral Ordinária, com parecer do Conselho Fiscal, ser ele incompatível com a situação financeira da empresa”.

O respondente que assinalou 9 apresenta-se mais alinhado com a maior parte da literatura que apregoa que o pagamento de dividendos está muito relacionado aos lucros auferidos pelo negócio (AIVAZIAN, BOOTH E CLEARY, 2003; FAMA E FRENCH, 2012; BROCKMAN E UNLU, 2011; LEE, 2010; FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA E CRISÓSTOMO, 2010; FAMA E BABIAK, 1968). Os demais respondentes consideram não haver qualquer relação entre lucro e política de dividendos. Inclusive, dois deles foram enfáticos ao comentar que a política de dividendos segue sem ser afetada pela consecução de lucros da empresa (BAR-YOSEF E VENEZIA, 1991; LEE E CHANG, 1986; HOLANDA E COELHO, 2012). Observa-se alinhamento com a Teoria

da Relevância da política de dividendos (LINTNER, 1956 e GORDON, 1959) que tem o lucro como fator preponderante para distribuição de dividendos para um respondente. Para os demais respondentes não se têm relacionamento entre suas ponderações e a Teoria da Relevância da política de dividendos.

O Gráfico 8 enumera as respostas relacionadas à quinta pergunta do questionário: Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?

Gráfico 8 - Questionário - Resposta questão 5



Nota: Pergunta 5 - Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?

FONTE: Elaborado pelo Autor

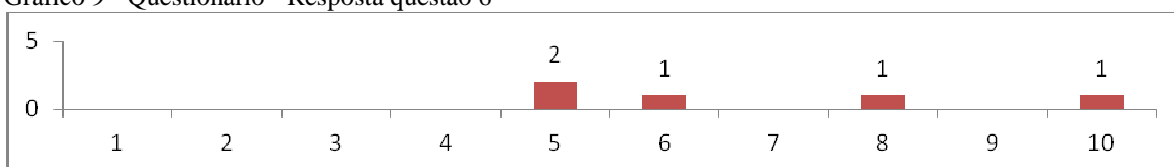
Respondente que assinalou 6:

“Por isso é que existe a Política de Dividendos que estabelece todas as premissas de distribuição de dividendos que deve sempre ser um percentual dos lucros independente do montante dos mesmos. ”

Neste caso, todos concordam que a empresa deve seguir uma política de dividendos com pagamentos estáveis, sobretudo quando se tem alta probabilidade de ocorrência de mudanças que poderão comprometer um possível aumento de distribuição de riquezas por dividendos.

O Gráfico 9 enumera as respostas relacionadas a sexta pergunta do questionário: A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?

Gráfico 9 - Questionário - Resposta questão 6



Nota: Pergunta 6 - A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 6:

“A remuneração do acionista deverá ser atrativa. ”

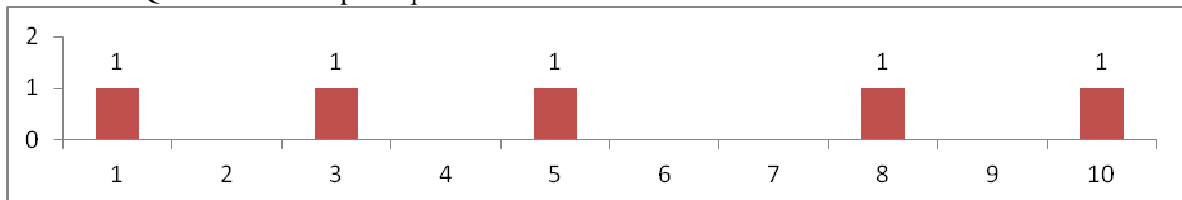
Respondente que assinalou 5:

“Todo o processo envolvendo o pagamento de dividendos está diretamente relacionado ao planejamento estratégico da Companhia, o qual é deliberado em Conselho de Administração. Todas as empresas devem sim, preocupar-se em atender no mínimo a legislação aplicável (Lei das S.As 6.404) e, manter um pagamento regular dentro do período estabelecido em lei. Qualquer decisão acima do mínimo, é específica de cada companhia.”

Todos os respondentes concordam que a política de dividendos deve manter um alto padrão de pagamentos e desempenha um importante papel na decisão do investidor quanto às suas escolhas. A preocupação de manter um pagamento estável, em sintonia com as estratégias da empresa e interesses dos acionistas, alinha-se à teoria da preferência ou relevância dos dividendos, também conhecida como teoria do pássaro na mão, que sugere que os investidores consideram haver menor risco nos dividendos correntes do que dividendos futuros ou ganhos de capital (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; GITMAN e MADURA, 2003; DeANGELO e DeANGELO, 2006).

O Gráfico 10 enumera as respostas relacionadas a sétima pergunta do questionário: O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?

Gráfico 10 - Questionário - Resposta questão 7



Nota: Pergunta 7 - O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 5:

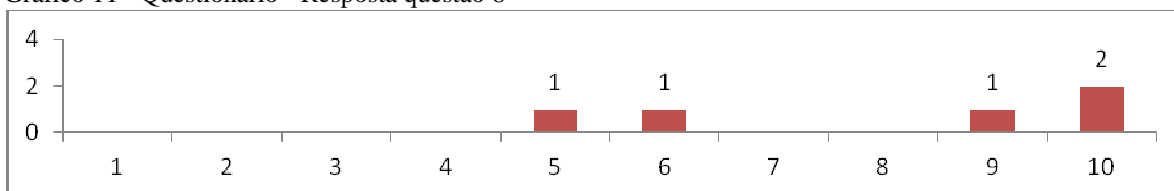
“Depende da estratégia de investimento e de como está a economia.”

Sobre a preferência quanto à estabilidade no montante, ou estabilidade na taxa de distribuição de dividendos, os respondentes se mostraram bastante divididos, o que leva a crer que a preocupação no montante ou na taxa de distribuição dependerá do perfil de acionistas e estratégias das empresas. Não se tem alinhamento, para três respondentes, quanto às perspectivas de alterações de montantes ou taxas de dividendos e a Teoria da Relevância da política de dividendos (LINTNER, 1956 e GORDON, 1959), que tem o

lucro como fator preponderante para distribuição de dividendos. Para dois respondentes observa-se alinhamento entre as decisões de alterações na política de dividendos e a Teoria da relevância dos dividendos.

O Gráfico 11 enumera as respostas relacionadas a oitava pergunta do questionário: Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?

Gráfico 11 - Questionário - Resposta questão 8



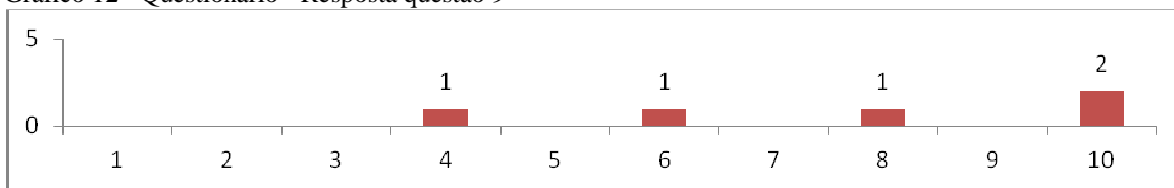
Nota: Pergunta 8 - Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Esta pergunta não trouxe quaisquer comentários, mas se mostrou convergente para associar política de dividendos ao valor da empresa, inclusive com três respondentes optando por 9 e 10 da escala em suas respostas, bastante convencidos que o valor da empresa é influenciado pelo pagamento de dividendos. A literatura tem considerado que a política de dividendos se apresenta relevante para o valor da empresa (KHAN, BURTON e POWER, 2013; ROSS, 1977; LOW et al., 2001; GORDON, 1963; LINTNER, 1962; SILVA, 2004; DeANGELO e DeANGELO, 2006)

O Gráfico 11 enumera as respostas relacionadas a nona pergunta do questionário: A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?

Gráfico 12 - Questionário - Resposta questão 9



Nota: Pergunta 9 - A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?

FONTE: Elaborado pelo Autor

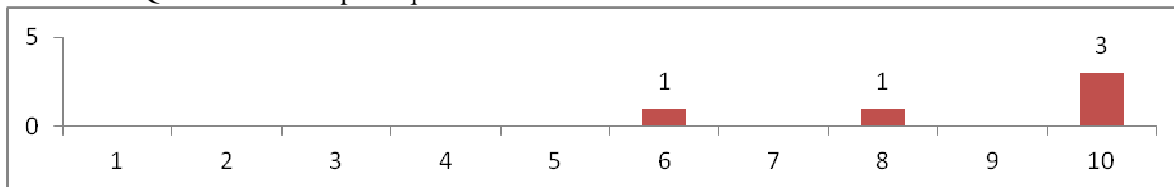
Respondente que assinalou 6:

“A empresa deve fixar uma Política de Dividendos capaz de produzir valor para as empresas e seus acionistas.”

Exceto um respondente, que optou por 4, os demais consideram que a empresa deve formular suas políticas de dividendos, de forma tal, que produzam valor para o negócio.

O Gráfico 13 enumera as respostas relacionadas a décima pergunta do questionário: Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?

Gráfico 13 - Questionário - Resposta questão 10



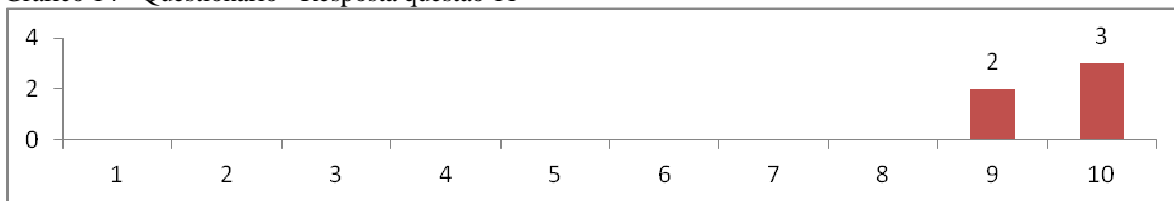
Nota: Pergunta 10 - Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Os respondentes estão convencidos que a empresa deve alinhar estratégias de crescimento com a política de dividendos, de forma que maximize o preço das ações. As oportunidades de crescimento têm-se mostrado relevante para explicar a política de dividendos em todos os modelos propostos. A literatura tem apontado para uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e pagamento de dividendos (FAMA e FRENCH, 2002; DENIS e OSOBOV, 2008; DAVID, NAKAMURA e BASTOS, 2009; DENIS e OSOBOV, 2008; MITTON, 2004).

O Gráfico 14 enumera as respostas relacionadas a décima primeira pergunta do questionário: As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?

Gráfico 14 - Questionário - Resposta questão 11



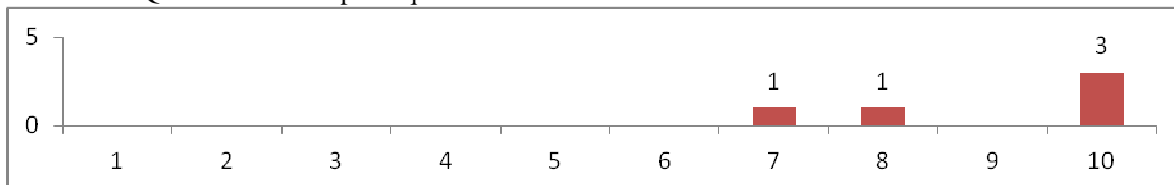
Nota: Pergunta 11 - As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?

FONTE: Elaborado pelo Autor

De forma unânime, os respondentes consideram que as decisões de investimento, financiamento e distribuição estão muito relacionadas. De fato, são as principais decisões dos gestores financeiros e demandam muitos cuidados destes executivos. As empresas precisam investir em ativos para geração de lucro (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013), buscam financiamentos para fazer frente a tais investimentos, e finalmente distribuem riquezas para os acionistas, visando remunerá-los.

O Gráfico 15 enumera as respostas relacionadas a décima segunda pergunta do questionário: A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?

Gráfico 15 - Questionário - Resposta questão 12



Nota: Pergunta 12 - política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?

FONTE: Elaborado pelo Autor

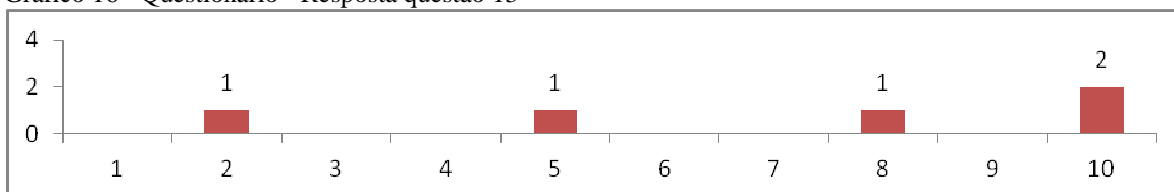
Respondente que assinalou 7:

“Depende da agressividade na distribuição em relação a outras concorrentes do mercado. Se for muito agressiva o custo de financiamento será majorado.”

De forma muito enfática, todos os respondentes sinalizaram que o custo de capital é afetado pela distribuição de dividendos. Muitas empresas lançam mão de dívidas para honrar a política de dividendos. Como a política de dividendos afeta o valor da empresa, e conseqüentemente sua reputação no mercado, isto pode influenciar a consecução de crédito.

O Gráfico 16 enumera as respostas relacionadas a décima terceira pergunta do questionário: Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?

Gráfico 16 - Questionário - Resposta questão 13



Nota: Pergunta 13 - Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

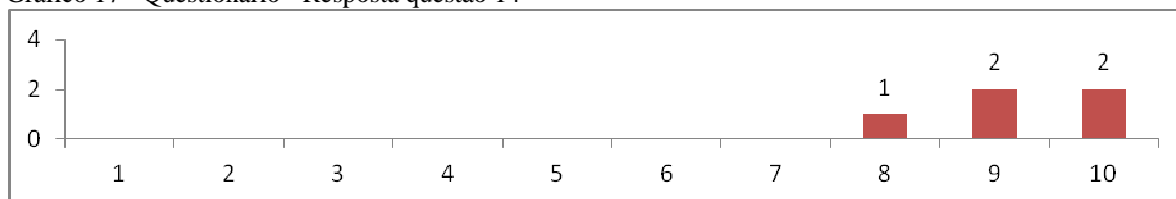
O respondente que assinalou 2 comenta que os *“Projetos devem ser financiados em separado e a companhia como um todo tem que planejar suas necessidades de caixa já incluindo a previsão de distribuição de dividendos”*. Logo, não concordando com a premissa de que o pagamento de dividendos só deveria ocorrer após o financiamento de projetos lucrativos, mas planejado junto com as demandas de projetos promissores.

O respondente que assinalou 10 disse: “A premissa é que o retorno dos projetos lucrativos está acima da Taxa Mínima de Atratividade do acionista, senão teria que entregar o dividendo ao mesmo. Sendo o projeto lucrativo e acima da TMA do acionista, haverá necessidade de capital próprio no investimento, daí a necessidade da retenção. Também haverá a necessidade da retenção se houver falta de caixa da parcela do financiamento enquanto não concluir a contratação. Neste caso após a entrada da captação faz-se a distribuição dos lucros retidos”. Este respondente prioriza os projetos lucrativos com TIR acima da TMA e o uso dos lucros retidos para pagamento das parcelas dos financiamentos, somente distribuindo a riqueza em dividendos com o caixa residual.

A maioria dos respondentes concorda que os projetos, que oferecem rentabilidade acima do custo de oportunidade, devem ser priorizados, e os dividendos deverão ser pagos com o excedente de caixa, conforme preceitua a teoria residual dos dividendos. Tal teoria pressupõe que o pagamento de dividendos ocorre com o fluxo de caixa livre. De modo que os dividendos não devem ser pagos, enquanto as necessidades de capital da empresa forem maiores que os lucros retidos (GITMAN e MADURA, 2003).

O Gráfico 17 enumera as respostas relacionadas a décima quarta pergunta do questionário: Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?

Gráfico 17 - Questionário - Resposta questão 14



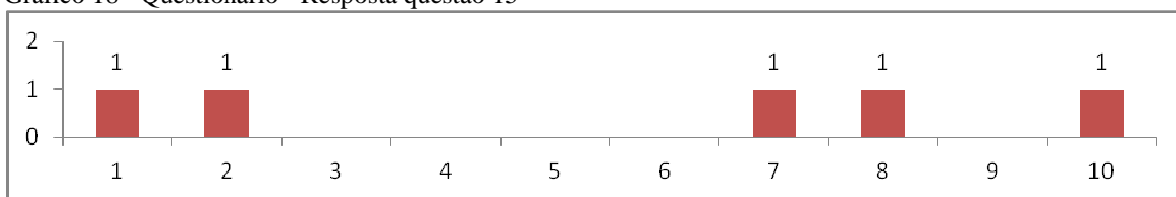
Nota: Pergunta 14 - Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Alinhada com a resposta da questão anterior, projetos promissores são relevantes na estratégia de negócios, pois trazem a possibilidade de crescimento da empresa e a geração de valor para os acionistas. A distribuição, segundo os respondentes, e alinhados com a teoria residual dos dividendos (GITMAN e MADURA, 2003), pode ser subtraída, dada a utilização do resultado da empresa, para a realização de projetos.

O Gráfico 18 enumera as respostas relacionadas a décima quinta pergunta do questionário: Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?

Gráfico 18 - Questionário - Resposta questão 15



Nota: Pergunta 15 - Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?

FONTE: Elaborado pelo Autor

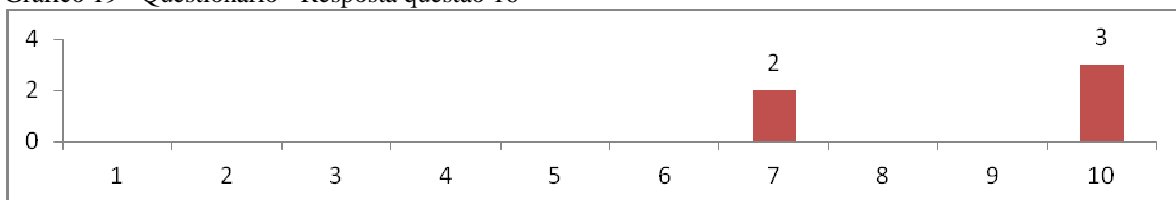
Respondente que assinalou 7:

“Depende do perfil do investidor. ”

Os respondentes se mostraram divididos, e compartilham as reflexões díspares das duas correntes e teorias. A teoria da irrelevância dos dividendos preconiza que os acionistas não valoram as empresas a partir de decisões relacionadas à política de dividendos (MODIGLIANI e MILLER, 1961).

O Gráfico 19 enumera as respostas relacionadas a décima sexta pergunta do questionário: Os anúncios de dividendos afetam a avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?

Gráfico 19 - Questionário - Resposta questão 16



Nota: Pergunta 16 - Os anúncios de dividendos afetam a avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?

FONTE: Elaborado pelo Autor

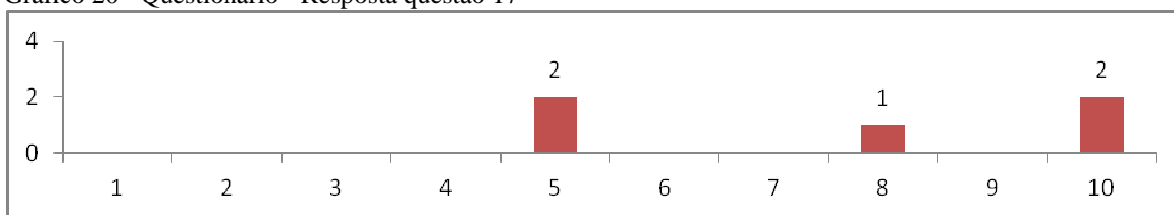
Respondente que assinalou 7:

“Apenas se a distribuição for extraordinária, se seguir o padrão anterior e as expectativas dos analistas pouco, afetará apenas o preço das ações será ajustado ex-dividendos na bolsa de valores. ”

Os respondentes se alinham à teoria da sinalização, quando consideram que o anúncio de dividendos afeta o valor da empresa. A teoria da sinalização refere-se aos sinais que as empresas emitem ao mercado quando pagam ou deixam de pagar dividendos.

O Gráfico 20 enumera as respostas relacionadas a décima sétima pergunta do questionário: Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?

Gráfico 20 - Questionário - Resposta questão 17



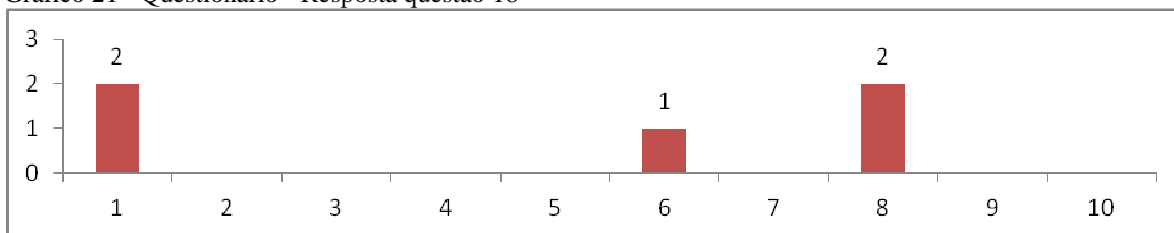
Nota: Pergunta 17 - Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Quanto à teoria da sinalização, os respondentes concordam que mudanças da política de dividendos podem trazer informações sobre a performance futura da empresa.

O Gráfico 21 enumera as respostas relacionadas a décima oitava pergunta do questionário: O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?

Gráfico 21 - Questionário - Resposta questão 18



Nota: Pergunta 18 - O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 8:

“Se extraordinário, as ações com direito ao pagamento de dividendos devem subir, mas ex-direito caem. ”

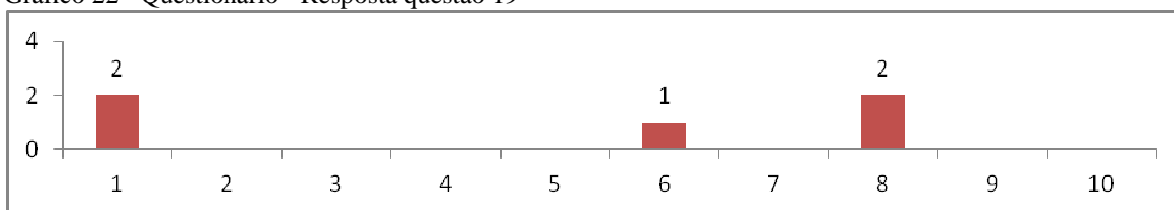
Respondente que assinalou 6:

“O dividendo deve ser um percentual sobre o lucro e estar estabelecido na Política de Dividendos. ”

As respostas se apresentaram bem divididas, com três concordando que aumentos inesperados no montante pago aumenta o preço da ação, e dois discordando categoricamente, respondendo 1 como opção de resposta.

O Gráfico 22 enumera as respostas relacionadas a décima nona pergunta do questionário: O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

Gráfico 22 - Questionário - Resposta questão 19



Nota: Pergunta 19 - O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Respondente que assinalou 8:

“Mas depende do montante, quebra substancial de expectativa pode afetar.”

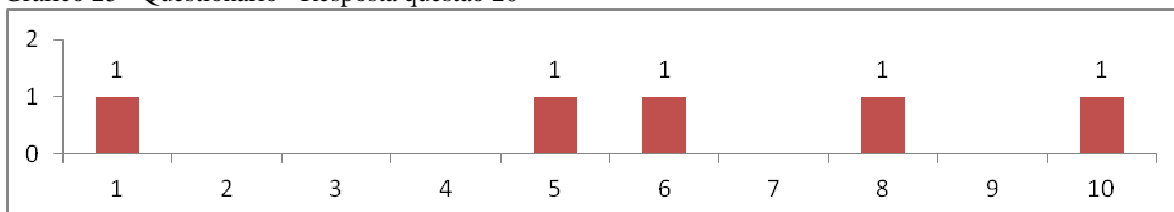
Respondente que assinalou 6:

“O dividendo deve ser um percentual sobre o lucro e estar estabelecido na Política de Dividendos.”

As respostas aqui também se apresentaram divididas, conforme questão 19, com três concordando que diminuição inesperada no montante pago diminui o preço da ação, e dois discordando categoricamente, respondendo 1 como opção de resposta.

O Gráfico 23 enumera as respostas relacionadas à vigésima pergunta do questionário: Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?

Gráfico 23 - Questionário - Resposta questão 20



Nota: Pergunta 20 - Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?

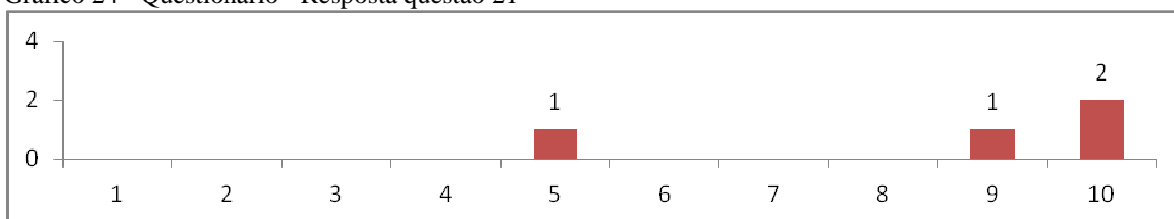
FONTE: Elaborado pelo Autor

O respondente que assinalou 8 infere que *“à primeira vista sim, depende muito da companhia e dos projetos de crescimento.”*

Estas respostas se mostraram ainda mais divididas, em contraponto às respostas das questões 16 e 17 que informações ao mercado podem impactar a reputação da empresa. As informações aqui tratadas referem-se ao aumento de dividendos que podem denotar o crescimento futuro ou a falta de projetos promissores.

O Gráfico 24 enumera as respostas relacionadas à vigésima primeira pergunta do questionário: Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?

Gráfico 24 - Questionário - Resposta questão 21



Nota: Pergunta 21 - Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?

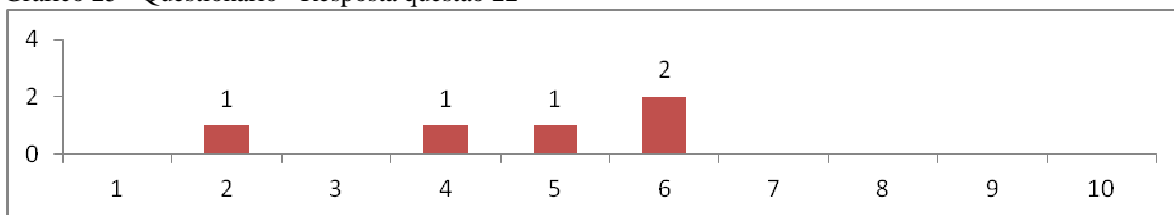
FONTE: Elaborado pelo Autor

O respondente que assinalou 5 comentou que “*Depende do contexto, em uma época de crise econômica e de alta de juros é natural Cias reduzirem distribuição e não necessitaria de maiores divulgações.*”. Considera que a conjuntura econômica, diante de um cenário de crise, impactaria na distribuição, e eventos desta natureza, afastaria a necessidade de divulgação da política de dividendos.

Apesar da condicionante do respondente 5 para divulgação, têm-se que os respondentes concordam que os investidores devem ser informados sobre as razões para alterar a política de dividendos. A Divulgação adequada é presuposto que conduz à transparência, aspecto tratado em governança corporativa (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; ADJAOULD e BEM-AMAR, 2010; AOKI, 2014; BYRNE e O’CONNOR, 2017; YONG HA, JOONH IM e KANG, 2017).

O Gráfico 25 enumera as respostas relacionadas a vigésima segunda pergunta do questionário: As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?

Gráfico 25 - Questionário - Resposta questão 22



Nota: Pergunta 22 - As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?

FONTE: Elaborado pelo Autor

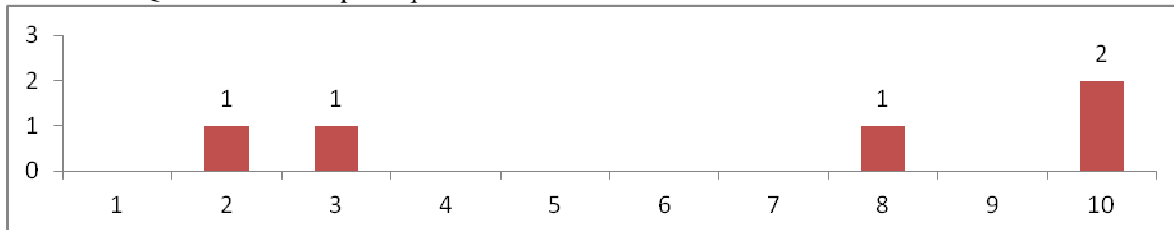
Respondente que assinalou 2:

“*Política de dividendos não é suficiente para atrair ou não investidor.* ”

Nesta questão 22 as respostas indicam que uma política de dividendos de alto (baixo) dividendos, não atrai o investidor levando-se em consideração o perfil de tributação.

O Gráfico 26 enumera as respostas relacionadas à vigésima terceira pergunta do questionário: Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?

Gráfico 26 - Questionário - Resposta questão 23



Nota: Pergunta 23 - Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?

FONTE: Elaborado pelo Autor

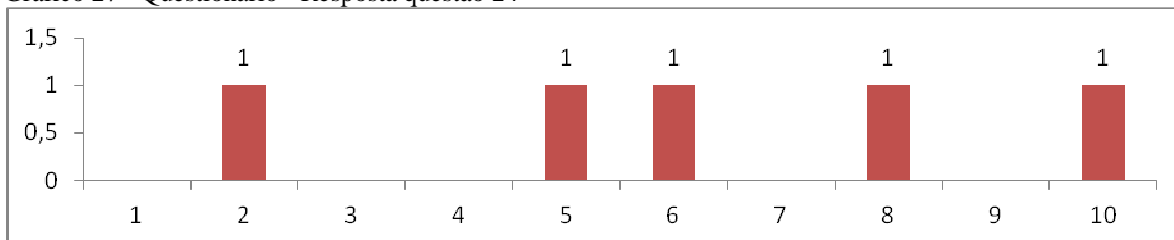
Respondente que assinalou 2:

Depende do tipo de investidor (fundo de dividendos? Hedge Fund? Pessoas físicas long holders? Etc). ”

Aqui tem-se respostas divididas. Os respondentes divergem quanto ao relacionamento entre política de dividendos e circunstância tributária. Nesse particular, a Teoria que aborda o efeito clientela na política de dividendos estabelece existir impostos e outras imperfeições do mercado de capitais, como o custo de transação e os diferentes impostos para cada tipo de investidor. Assim, políticas específicas irão atrair diferentes investidores. Para Modigliani e Miller (1961) a existência de um efeito clientela não sugere que uma política de dividendos é melhor que outra. Nessas respostas observa-se alinhamento entre as percepções de dois pesquisados e o efeito clientela e alinhamento entre três pesquisados e as ponderações de Modigliani e Miller (1961) sobre não relacionamento da política de dividendos e o efeito clientela. Portanto, percepções divididas.

O Gráfico 27 enumera as respostas relacionadas a vigésima quarta pergunta do questionário: O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?

Gráfico 27 - Questionário - Resposta questão 24



Nota: Pergunta 24 - O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?

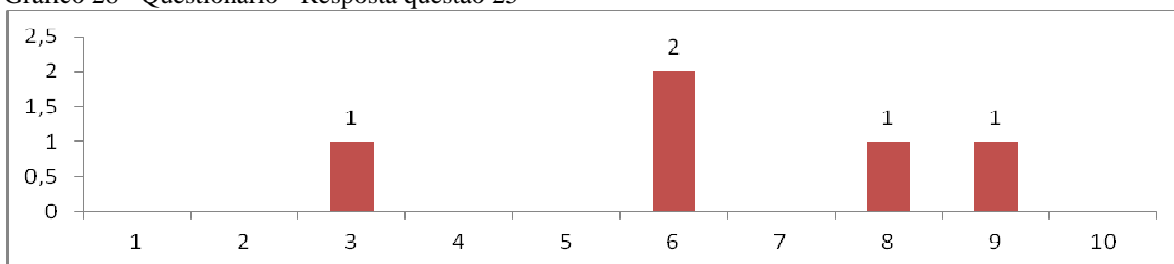
FONTE: Elaborado pelo Autor

O respondente que assinalou 10, segundo seu comentário (“*Por isso de uma correta Política de Dividendos.*”) concorda que a política de dividendos incentiva a alavancagem para a sujeição de controle externo adicional.

A maioria dos pesquisados concorda que a dívida pode funcionar como mais um instrumento de controle da ação dos gestores. A Teoria da agência aborda o conflito de interesse entre agente e principal, e nessa esfera a política de dividendos pode exercer função de controle. Nesse sentido, obtém-se suporte da Teoria da agência quanto as percepções dos pesquisados.

O Gráfico 28 apresenta as respostas relacionadas à vigésima quinta pergunta do questionário: O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?

Gráfico 28 - Questionário - Resposta questão 25



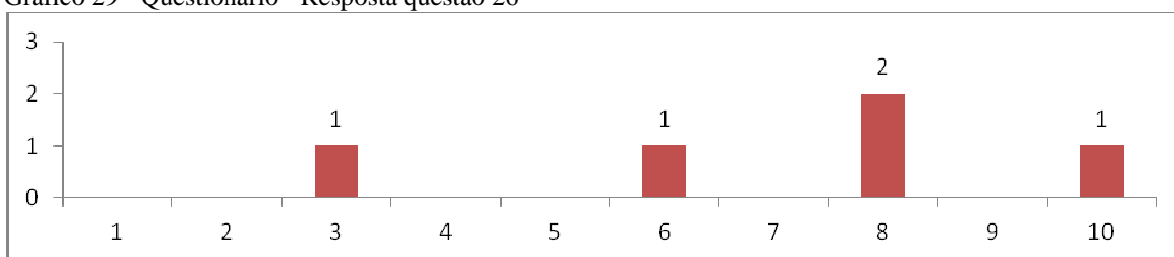
Nota: Pergunta 25 - O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?

FONTE: Elaborado pelo Autor

Há uma convergência para uma política de dividendos que incentiva os gestores a agirem conforme os interesses dos acionistas, de acordo com o que preconiza a Teoria da agência. Quatro dos cinco respondentes assinalaram pontuação igual ou acima de 6 na escala linkert, inclusive dois deles com pontuação 8 e 9, concordando que o pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa. Portanto, as respostas sugerem um alinhamento entre a abordagem de controle, ao sugerir que os gestores ajam de acordo com o interesse dos acionistas, inerente a Teoria da agência e as percepções dos pesquisados.

O Gráfico 29 enumera as respostas relacionadas a vigésima sexta pergunta do questionário: Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?

Gráfico 29 - Questionário - Resposta questão 26



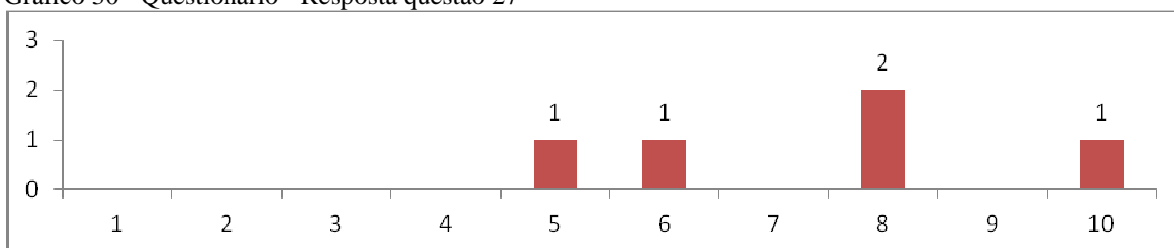
Nota: Pergunta 26 - Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?

FONTE: Elaborado pelo Autor

A maioria concorda que as empresas devem considerar as preferências de dividendos de seus acionistas. Sobre preferências de dividendos a *Catering Theory*, ou Teoria da restauração, estabelecida por Baker e Wurgler (2003) indica que a decisão de pagar dividendos é baseada na demanda dos investidores. A empresa pagará mais dividendos para investidores dispostos a pagar um prêmio por isso. Para investidores não atraídos pelos dividendos os gestores reduzem o nível ou não pagam dividendos. Nessa questão, a Teoria apresenta suporte para as respostas aqui assinaladas.

O Gráfico 30 enumera as respostas relacionadas a vigésima sete pergunta do questionário: O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?

Gráfico 30 - Questionário - Resposta questão 27



Nota: Pergunta 27 - O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?

FONTE: Elaborado pelo Autor

As respostas estão em conformidade com o que preceitua a teoria do ciclo de vida. Pois, os respondentes, em sua maioria, concordam que o padrão de dividendos muda com as diversas fases de crescimento da empresa, conforme abordagem da Teoria do ciclo de vida e sua relação com a política de dividendos que a literatura tem tratado (DAMODARAN, 2004; DENIS e OSOBOV, 2008).

As empresas, ao longo de suas trajetórias, podem experimentar cinco fases. As receitas e retornos apresentam duas curvas ascendentes a partir do início dos negócios, passando pela fase de rápida expansão e de elevado crescimento, atingindo o ápice na fase madura. A partir daí entra em declínio. Para cada uma das cinco fases as demandas por

financiamento interno e externo diferem, resultando em maior ou menor capacidade de pagamento de dividendos (DAMODARAN, 2004).

5.2.2 Análise das respostas – Entrevistas

Nesta seção também foi utilizado o questionário de Lintner (1956). Conforme já analisado na Figura 2, nuvens de palavras de perguntas, o questionário busca explorar as diversas nuances que determinam a política de dividendos das empresas. A aplicação de pesquisa presencial se deu em três empresas, doravante denominadas de Empresa E1, Empresa E2 e Empresa E3, para guardar a identidade das empresas e o sigilo das informações. Os gestores entrevistados foram da área de Relacionamento com Investidores. Todos os entrevistados são ocupantes de funções relevantes quanto à tomada de decisão da Empresa. Em média as entrevistas duraram 30 minutos cada, e foram gravadas para facilitar a transcrição das respostas.

A Tabela 18 apresenta uma breve descrição das empresas que tiveram seus executivos entrevistados. Trata-se de empresas de grande porte, com mais de 20.000 empregados distribuídos em diversas unidades dos estados brasileiros. As empresas têm capital social acima de 350 MM e faturamento acima de 4 Bilhões.

Tabela 18 - Empresas dos entrevistados

Empresa	Nº de empregados	Capital Social	Faturamento
Empresa E1	20.408	2,258 Bi	6,025 Bi
Empresa E2	22.000	921,720 MM	4,7 Bi
Empresa E3	23.000	382,726 MM	6,6 Bi

FONTE: Elaborado pelo Autor

O Quadro 9 apresenta uma breve descrição dos gestores entrevistados. Todos com cargo de diretoria ou vice-presidência, com importante papel no processo decisório da empresa, sobretudo no tocante a política de dividendos.

Quadro 9 – Empresas e funções dos entrevistados

Empresa	Gestor	Função
Empresa E1	RI 1	Diretor de Relação com Investidores
Empresa E2	RI 2	Diretor de Relação com Investidores
Empresa E3	RI 3	Vice-Presidente de Administração e Finanças e RI

FONTE: Elaborado pelo Autor

A Empresa E1 atua na indústria de alimentos, com importante participação nacional nos mercados de massas e biscoitos. Tem mais de 65 anos de fundação e está presente em todo o país com marcas regionais e nacionais. Oferece os seguintes produtos: Biscoitos, Massas, Farinhas e farelo de trigo, misturas para bolos, Margarinas e cremes vegetais,

Bolos, Snacks de milho e de trigo, Torradas, Cobertos de chocolate (biscoitos), Bits de cereais e Refresco em pó.

A empresa conta com cerca de 20 mil colaboradores distribuídos em diversas indústrias e diversas unidades de comercialização e distribuição nos mais diversos estados do país. Possui um moderno parque industrial com equipamentos de última geração, e sob um processo de integração vertical produzem as principais matérias-primas. A empresa está estruturada com um relevante sistema logístico, permitindo o atendimento dos mais diversos clientes e regiões. As ações são negociadas no segmento do Novo Mercado na B3, BM&FBOVESPA.

A Empresa E2 tem mais de 40 anos de existência e aposta na verticalização dos serviços médico-hospitalares. Atende mais de 4 milhões de clientes em todo o território nacional. Trata-se de uma das maiores operadoras de saúde do Brasil, com a maior rede de atendimento próprio das regiões, uma das duas maiores operadoras com capital próprio e genuinamente nacional e a terceira maior do País, em número de beneficiários. Atualmente, são 28 hospitais, 82 clínicas, 19 Prontos Atendimentos, 88 Centros de diagnóstico por imagem e coleta laboratorial distribuídos nos 12 estados onde a operadora atua com rede própria.

A Empresa E3 foi fundada na década de 80 e tornou-se uma das maiores empresas do Brasil. Atua no mercado de varejo, com foco em medicamentos de referência (marca) e genéricos, produtos polivitamínicos e artigos de higiene e beleza. Adota um modelo de administração descentralizada, com 10 gerências de operações e 47 gerências regionais responsáveis por determinados estados ou regiões. Está presente em todos os estados do País e no Distrito Federal. Tem uma vasta rede de lojas, distribuídas em 337 municípios. Mais de 20 mil empregados diretos. Contam com cinco Centros de Distribuição nas regiões sudeste e nordeste.

Quanto às entrevistas presenciais, têm-se os comentários dos gestores das três empresas para cada uma das 27 perguntas. As íntegras das respostas estão nos anexos 20, 21 e 22. A Tabela 18, ao final dos comentários, possibilita uma leitura geral dos resultados. As perguntas 1 e 2 são destinadas a avaliar se a política de dividendos segue um padrão de pagamentos.

1. Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?

Os executivos das empresas E2 e E1 não reconhecem que a política de dividendos segue a trajetória dos lucros. Portanto, corroboram com a ideia de que as decisões que envolvem os montantes de dividendos a serem pagos não estão correlacionadas diretamente com os montantes de lucros auferidos. A literatura aponta para uma correlação positiva e significativa entre lucro e dividendo. Lintner (1956) considerou que o lucro líquido é determinante para o pagamento de dividendos correntes. Segundo os entrevistados, parte dos lucros das empresas E1 e E2 são direcionados para investimentos em projetos promissores. Essas empresas, a despeito de terem definido um % de dividendos a ser distribuído aos acionistas, têm investido o lucro excedente em projetos, que consideram promissores, obedecendo a uma estratégia de crescimento da empresa.

A empresa E3, por outro lado, reconhece que a política de dividendos segue a trajetória do lucro. Mas não só de lucros, como também do nível de alavancagem da companhia.

Enfim, duas empresas não se alinham à literatura no que diz respeito ao lucro como determinante de uma política de dividendos. A Empresa E3 concorda que a política de dividendos é explicada pela geração de lucros, conforme diversas pesquisas, ao longo das últimas décadas, têm preconizado (AIVAZIAN, BOOTH E CLEARY, 2003; FAMA E FRENCH, 2012; BROCKMAN E UNLU, 2011; LEE, 2010; FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA E CRISÓSTOMO, 2010; FAMA E BABIAK, 1968).

2. O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?

As empresas E2 e E3 informam que o pagamento de dividendos é mais suave/constante do que as oscilações inerentes ao lucro, demonstrando estabilidade no pagamento de dividendos, conforme consideraram Lintner (1956) e Gordon (1959) quando mencionam que o mercado premia a estabilidade no pagamento de dividendos. A Empresa E3 não tem pagado dividendos, pois tem apostado numa política de crescimento, com investimentos em abertura de lojas, automação e logística. A Empresa E1 paga dividendos de acordo com a ocorrência dos lucros. A Empresa E2 segue o mínimo obrigatório, independente do lucro.

De uma forma geral, os gestores das três empresas optam por uma política estável de pagamento de dividendos, em linha com Lintner (1956) e Gordon (1959). Essa estabilidade, diante do conservadorismo dos poupadores brasileiros, possibilita um melhor

planejamento dos agentes do mercado, o que pode ampliar a oferta de crédito para as empresas.

As perguntas 3 a 7 são destinadas a verificar se a política de dividendos persegue meta ou determinado padrão de dividendos.

3. Uma empresa deve estabelecer uma meta de pagamento de dividendos, e periodicamente ajustar a taxa de distribuição de dividendos atual na direção desta meta?

Os gestores das empresas E2 e E3 estabelecem uma meta de pagamento de dividendos e buscam persegui-la. Para a Empresa E1 não se tem, nem se persegue quaisquer metas de dividendos, mas aponta que essa definição irá depender do perfil de cada empresa. Os gestores se mostraram inclinadas a perseguir um objetivo de pagamento, conforme investigaram Yong Ha, Joong Im e Kang (2017), que observaram o estabelecimento de dividendo alvo com base nas perspectivas de lucros futuros.

4. Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?

Os gestores das empresas E2 e E1 afirmam que a política de dividendos deverá ser alterada somente se houver mudanças estruturais no lucro. A Empresa E3 considera que mudanças consistentes no lucro não afetam a política de dividendos. Os gestores das três empresas, como já visto, apostam numa política estável de pagamento (LINTNER, 1996 e GORDON, 1959). Observou-se nas entrevistas que os executivos são cautelosos no que diz respeito às mudanças de rumo no trato com os investidores. Cada alteração de política requer um planejamento criterioso de ações para evitar desgastes ou perda de confiança junto aos acionistas.

5. Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?

Os gestores das empresas E2 e E3 concordam que a empresa deve evitar aumentar seus dividendos regulares se espera reverter a decisão em um ano ou mais. A empresa E1 reconhece mais prudente não alterar a política para não diminuir a visibilidade da empresa frente ao mercado. Mais uma vez a questão da estabilidade da política foi mencionada. Os executivos demonstraram preocupação com os impactos que mudanças na política podem trazer para os negócios.

6. A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?

Os gestores das três empresas concordam que o esforço da empresa deve convergir para um alto padrão de geração de valor, a partir de oportunidades de crescimento. A distribuição de riqueza para os acionistas será uma consequência da geração de valor futuro que a empresa busca auferir. Os executivos se mostraram mais propensos a criação de valor para o negócio a partir de investimento em projetos promissores, do que o uso do lucro excedente para distribuição como dividendos. Esse comportamento converge para a literatura que tem tratado a relação entre oportunidade de crescimento e política de dividendos.

Os três executivos compartilham de aspectos relacionados a estudos empíricos anteriores que admitem as oportunidades de crescimento a partir da retenção de lucros para reinvestimento em capacidade produtiva. Tais reinvestimentos podem proporcionar maior riqueza aos acionistas, pela elevação do valor da empresa no mercado (MITTON, 2004; DAMODARAM, 2004; DENIS e OSOBOV, 2008).

7. O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?

A Empresa E2 menciona que o mercado valoriza mais a estabilidade na taxa de dividendos. Para as empresas E1 e E3 o mercado valoriza os dois aspectos, a depender do perfil do investidor. Não se obteve consenso entre os entrevistados quanto a estabilidade no montante pago ou estabilidade da taxa de dividendos que gere valor para o negócio. Entretanto, analisam sob a mesma ótica que os acionistas valorizam uma política de dividendos que atenda a determinados aspectos de seus perfis.

Essa perspectiva dos entrevistados encontra suporte na teoria do efeito clientela. Ehrhardt e Brigham (2012) e Prociandy e Verdi (2003) sugerem que distintos grupos de acionistas, com específicas preferências, demandarão políticas de dividendos que atenderão às suas demandas. Desta forma, empresas com políticas de dividendos específicas irão atrair diferentes públicos (LEE, 2010).

As perguntas 8 a 12 verificam se há relação entre política de dividendos e valor da firma

8. Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?

Os gestores das três empresas concordam que as alterações na política de dividendos afetam o valor da empresa. Um aspecto importante a considerar são as oportunidades de crescimento. Nesse contexto as percepções dos executivos alinham-se a teoria da relevância dos dividendos. A política de dividendos é relevante para o processo de tomada de decisão. Portanto, a decisão de pagar ou não pagar dividendos é fator

preponderante para atração de acionistas e para a geração de valor da empresa (GITMAN e MADURA, 2003; LINTNER, 1956; GORDON, 1959).

9. A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?

Favor analisar sob duas óticas:

1. Valor máximo a ser distribuído;
2. Ou, uma política capaz de criar valor para a empresa.

A Empresa E2 considera que a prioridade é criar valor, não necessariamente a partir da política de dividendos. A distribuição será uma consequência. Para as empresas E1 e E3 os executivos concordam que se faz necessário um equilíbrio, para a condução de uma política de dividendos que atenda as demandas de investimentos da empresa e as necessidades dos acionistas. Os executivos pontuam que a estratégia de geração de valor futuro é prioritária, pois, distribuições de dividendos podem ser melhor planejadas quando a empresa tem melhor horizonte de resultados, como consequência de oportunidades de crescimento melhores estabelecidas.

10. Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?

Os gestores das empresas concordam que a política de dividendos não pode comprometer a estratégia de crescimento dos negócios, nem perder de vista as demandas dos acionistas e a maximização do preço das ações. Os executivos demonstraram atenção com a política de dividendos, e em especial com as circunstâncias de estabilidade dessa política, mas as estratégias das empresas, segundo os entrevistados, estão mais inclinadas para prospecção e adoção de oportunidades de crescimento.

11. As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?

Os gestores das empresas concordam, de forma categórica, que as decisões de investimento, financiamento e distribuição estão relacionadas. Segundo os executivos as três decisões são fundamentais para consecução dos resultados empresariais. Para esses executivos as decisões de financiamentos são relacionadas tão somente ao capital próprio pois, as empresas não usam dívida, ou as usam em parcelas não significativas. Decisões de financiamentos futuras estão no radar das empresas entrevistadas, como acessar, por exemplo, o mercado de capital, mas ainda em análise, segundo relato. As decisões de investimentos foram mencionadas principalmente quanto à geração de valor futuro a partir

de projetos promissores. As decisões de distribuição de dividendos, segundo depoimento se mostraram bem planejadas e pareceu merecer a atenção dos executivos. Enfim, concordam que a distribuição de resultados por dividendos é uma parte sensível da relação com investidores.

12. A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?

Para a Empresa E2 a política não afeta o custo de capital, pois o capital de financiamento é 100% próprio. Para a empresa E1 também não afeta e nem se espera que afete no futuro, pois, não utiliza dívida para pagar dividendos. A Empresa E3 concorda que o endividamento afeta o custo de capital e adotaria dívida para honrar com a distribuição para os acionistas.

A política de dividendos não afeta o custo de capital da empresa para os gestores das empresas E1 e E2, dado que os executivos dessas empresas não usam, nem pretendem usar, dívidas para o pagamento de dividendos. Mas, para empresa E3, que o executivo compreende que o endividamento pode ser oportuno para honrar com a política de dividendos, o custo de capital da empresa é afetado. Essa compreensão corrobora com a literatura que trata sobre o custo de capital total, que cai, quando se lança mão de dívida, e do conseqüente benefício fiscal. Portanto, a dívida e seu benefício fiscal pode ser um instrumento de controle da ação do gestor e viabiliza o pagamento de dividendos, quando o lucro não é suficiente para tal ou será alocado em projetos lucrativos.

As perguntas 13 a 14 estão relacionadas à teoria residual dos dividendos

13. Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?

A empresa E2 considera que não, pois o pagamento de dividendos deve ser perene, ainda que somente o mínimo obrigatório. Quanto à empresa E1, os projetos têm sido mais arrojados, normalmente aquisições, e o lucro retido não tem sido suficiente para suportá-los. O pagamento de dividendos é dissociado da realização de projetos. A empresa E3 reconhece que não faz sentido distribuir dividendos se a taxa de retorno do acionista para o projeto é maior do que ele vai obter em outros negócios ou no mercado financeiro.

14. Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?

Os gestores das empresas E2 e E3 concordam que novos investimentos podem afetar a política de dividendos. Por outro lado, o gestor da empresa E1 considera que a política não se altera, permanece a mesma, a despeito dos investimentos.

A pergunta 15 está relacionada à teoria do pássaro-na-mão

15. Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?

Os gestores das empresas E1 e E2 concordam que o investidor visa tanto ganhos de capital, quanto dividendos. De todo modo, os executivos apontam suas prioridades. Os investidores da empresa E2 preferem os dividendos, enquanto os investidores da empresa E1 visam mais o ganho de capital. A Empresa E3 aposta mais nos ganhos de capital. Eles preferem deixar o dinheiro na companhia a receber dividendos, eles acreditam no potencial de valorização do negócio.

As perguntas 16 a 21 estão relacionadas à teoria da sinalização

16. Os anúncios de dividendos afetam à avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?

A empresa E2 respondeu que afetam. Entretanto, não os anúncios dos dividendos, mas os anúncios da política de dividendos. A empresa E1 considera que não, por que não se muda a política. A empresa E3 também considera que não, dado que só tem dois investidores. Os executivos não concordam que há conteúdo informacional relevante para o mercado nos anúncios de dividendos, não se alinhando ao que preconiza a teoria da sinalização.

17. Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?

Para a empresa E2 as mudanças na política de dividendos não trazem sinais sobre a performance, mas trazem sinais sobre as oportunidades de crescimento, que a empresa tem adotado. A empresa E1 considera que sim, mas não só a performance, como também as oportunidades de crescimento. E a Empresa E3 afirma categoricamente que sim. Nesse caso tem-se alinhamento entre as percepções dos executivos e o que preceitua a teoria da sinalização.

18. O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?

Os gestores das três empresas consideram que o preço das ações não sobe quando se tem o aumento inesperado dos dividendos. O aumento de dividendos pode impactar em oportunidades de investimento.

19. O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

Os gestores das três empresas consideram que não necessariamente. Depende de cada caso. Se diminuir para investir em projetos lucrativos poderá gerar valor para empresa e pagar mais dividendos.

20. Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?

Os gestores das três empresas sinalizaram que aumentos de dividendos são ambíguos. Se aumentar o nível de distribuição pode parecer que não tenham projetos futuros de investimento e acabem optando, ao invés de deixar o dinheiro parado na companhia, pagar aos seus acionistas. Isto pode sinalizar a falta de projetos futuros, e dependendo do perfil do investidor, isto pode ser encarado como fato negativo.

21. Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?

Os gestores das três empresas informaram que a transparência deve preponderar na relação com os investidores. Adicionalmente, A empresa E3 esclarece que tem todos os instrumentos necessários para adentrar no novo mercado. Já contam com um departamento de *compliance*, que está mais focado na parte regulatória, como licenças de lojas, centros de distribuição, etc. Tem-se os instrumentos de governança distribuídos pela companhia, como comitê de auditoria, comitê de partes relacionadas, conselho com membros independentes, um canal de ética terceirizado, por uma empresa independente, código de ética, comitê de ética, formado por pessoas de diferentes setores da companhia.

As perguntas 22 e 23 estão relacionadas à Preferência tributária e teoria clientela

22. As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?

Os gestores das empresas E1 e E2 comentam que a maior parte dos investidores está mais preocupada com o todo que a empresa pode oferecer. Os executivos planejam a política de dividendos à luz das estratégias de crescimento da empresa. Essas estratégias estão mais relacionadas a alocação de recursos financeiros para investimentos em projetos do que o pagamento de dividendos. A preferência tributária, no caso das empresas E1 e E2, não é preponderante para definição de uma política de dividendos.

O gestor da Empresa E3, por outro lado, admite que um determinado grupo de investidores observam a tributação associada a distribuição de dividendos, e isso pode influenciar na decisão de uma política. Nesse caso, a percepção do executivo está alinhada à teoria do efeito clientela.

23. Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?

Os gestores das empresas E1 e E2 concordam que os investidores não escolhem as empresas para complementar as suas circunstâncias tributárias particulares. O gestor da Empresa E3 discorda das demais e sugere que o investidor irá optar pelas empresas mais alinhadas às suas expectativas tributárias. Nessa abordagem não se tem consenso entre os entrevistados quanto ao efeito tributário associado à política de dividendos.

As perguntas 24 e 25 estão relacionadas à teoria da agência

24. O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?

Os gestores das três empresas concordam que o pagamento de dividendos não as obriga a procurar capital de terceiros, o que traria um controle adicional dos investidores. O uso de capital de terceiros traz a expectativa futura de pagamento do custo da dívida e do principal. A alocação de recursos financeiros para pagamento de dívida diminui o fluxo de caixa livre da mão dos gestores, evitando uso indevido para benefício próprio. Esse controle é compatível com o que orienta a teoria da agência. Nesse contexto, não se observa compatibilidade entre a base conceitual da teoria da agência, quando estabelece controles adicionais na captação de dívida, e as percepções dos executivos.

25. O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?

Os gestores das três empresas concordam que o pagamento de dividendos incentiva os gestores a agir de acordo com o interesse dos acionistas. Nessa abordagem os executivos concordam que o pagamento de dividendos funciona como instrumento adicional de controle preconizado pela teoria da agência.

A pergunta 26 está relacionada à *Catering Theory* (Teoria da restauração)

26. Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?

Os gestores das três empresas concordam que as preferências de dividendos dos acionistas, na formulação de uma política de dividendos, não são prioritárias, mas primeiramente as estratégias de cada empresa que, via de regra, passa pela geração de valor. Logo, os executivos entrevistados são mais sensíveis às oportunidades de crescimento para geração de valor para o negócio do que a alocação de recursos para

pagamento de dividendos. As oportunidades de crescimento poderão gerar maiores montantes de dividendos no futuro, segundo os executivos.

As percepções dos executivos não estão em consonância com a Teoria da restauração (Catering Theory) desenvolvida por Baker e Wurgler (2003). Essa teoria reflete sobre os sentimentos e comportamento do investidor. Segundo a teoria o gestor irá pagar dividendos, atendendo à demanda do investidor que estiver disposto a valorizar este pagamento. O pagamento de dividendos é impulsionado pela procura, por parte de investidores, de ações que pagam dividendos (CAFÉ, 2014).

A pergunta 27 está relacionada à teoria do ciclo de vida

27. O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?

Os gestores das três empresas concordam que o padrão de pagamento pode mudar em função do estágio em que se encontra a empresa, pois empresas em estágio de vida diferente têm necessidades de recursos diferentes. A teoria do ciclo de vida preconiza que quanto maior a empresa, mais madura ela se encontra no estágio do seu ciclo de vida. Empresas maduras usam pouco fluxo de caixa livre para projetos, possibilitando o pagamento de dividendos. Há portanto, alinhamento entre a percepção dos executivos e estudos empíricos anteriores que demonstram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a política de dividendos (MITTON, 2004; DENIS e OSOB0V, 2008; AGGARWAL e KYAW, 2010; HOLANDA e COELHO, 2012; BAE, CHANG e KANG, 2012; FAMA e FRENCH, 2012; BROCKMAN e UNLU, 2011; CYERT, KANG e KUMAR, 1996; FUTEMA, BASSO e KAYO, 2009).

A nuvem de palavras, da Figura 3, retrata a frequência de ocorrência das palavras utilizadas nas respostas dos executivos das três empresas entrevistadas. As palavras empresa, companhia, dividendos, política, investimento, crescimento, lucro e investidor são as mais recorrentes. Pode-se se abstrair desta recorrência, que a empresa, aspecto chave desta entrevista, tem valorizado sua estratégia de investimento, buscando o crescimento para proporcionar o retorno aos seus acionistas.

25. Teoria da agência	5	10	9	9	3	8	6	6
26. Preferências dos acionistas	3	3	3	10	3	8	6	8
27. Ciclo de vida	10	10	10	10	8	8	6	5

Nota: A coluna “Pergunta” contém as 27 perguntas do questionário. As perguntas foram sintetizadas em palavras chaves. As colunas “Emp. e1”, “Emp. e2” e “Emp. e3” contêm as respostas das três empresas entrevistadas. As colunas “Emp. A”, “Emp. B”, “Emp. C”, “Emp. D” e “Emp. E” contêm as respostas das cinco empresas que responderam ao questionário por e-mail.

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 19 percebe-se alinhamento nas respostas das oito empresas nas questões 8, 9, 10 e 11, com nota 10,00 e algumas exceções, o que denota uma preocupação dos executivos com a geração de valor futuro do negócio. Na maioria das questões não se tem consenso entre as empresas, o que pode ser explicado pela diversidade de segmentos representados pela amostra. Tem-se farmácia, alimentos, hospitais, energia e bancos, cada segmento, em geral mantém políticas próprias de investimentos, financiamentos e distribuição de lucro.

A Tabela 20 contém a estatística descritiva das 27 questões, com média, mediana, desvio padrão e coeficiente de variação de cada uma delas. As questões foram denominadas conforme algumas palavras chaves que a representam.

Tabela 20 - Estatística descritiva das 27 perguntas do questionário

Palavras chaves das 27 questões	Média	Mediana	Desvio padrão	Coeficiente de variação
1. Lucro como determinante	6,00	5,50	2,45	0,41
2. Estabilidade da política	7,13	8,00	1,96	0,28
3. Meta de dividendos	6,75	7,00	2,05	0,30
4. Alterações lucro x dividendos	5,00	5,50	2,39	0,48
5. Manter taxa de dividendos	8,00	8,00	1,51	0,19
6. Alto padrão de dividendos	5,00	5,00	2,98	0,60
7. Montante/Taxa (Dividendos)	5,00	5,00	2,88	0,58
8. Valor da empresa	8,50	9,50	2,00	0,24
9. Valor para o acionista	8,50	10,00	2,33	0,27
10. Crescimento e preço	9,25	10,00	1,49	0,16
11. Invest x Financ e Dividendo	9,75	10,00	0,46	0,05
12. Custo de capital	7,63	8,00	2,50	0,33
13. Política dividendos residual	5,88	6,50	3,56	0,61
14. Novos investimentos	8,25	9,00	2,66	0,32
15. Divid X Ganhos de capital	5,00	5,00	3,21	0,64
16. Teoria da Sinalização	7,00	7,50	3,34	0,48
17. Sinais da performance	7,13	7,50	2,95	0,41
18. Preço da ação sobe	4,75	5,00	2,71	0,57
19. Preço da ação cai	4,75	5,00	2,71	0,57
20. Crescimento x Projetos	7,13	8,50	3,00	0,42
21. Divulgação sobre alteração	8,75	10,00	2,05	0,23
22. Preferência tributária	4,38	4,00	1,30	0,30
23. Preferência tributária	6,00	5,50	3,16	0,53

24. Teoria da agência - Dívida	5,50	5,50	2,73	0,50
25. Teoria da agência	7,00	7,00	2,39	0,34
26. Preferências dos acionistas	5,50	4,50	2,88	0,52
27. Ciclo de vida	8,38	9,00	2,00	0,24

Nota: A coluna “Palavras chaves das 27 questões” contém as 27 perguntas do questionário. As perguntas foram sintetizadas em palavras chaves; As colunas “Média”, “Mediana”, “Desvio Padrão” e “Coeficiente de variação” contém as estatísticas descritivas das respostas das cinco empresas que responderam ao questionário por e-mail.

FONTE: Elaborado pelo Autor

A maioria das médias das 27 respostas situa-se em valores acima de 5,00, mostrando uma propensão dos executivos a considerar os diversos fatores apontados pela literatura como determinantes da política de dividendos. Tais médias podem ser questionadas, dado o elevado coeficiente de variação de cada pergunta, exceto a questão 11 com coeficiente de variação de 5%, bem inferior aos demais. A Tabela 21 relaciona cada questão às hipóteses estudadas e se foram confirmadas conforme aponta a literatura.

A Tabela 21 classifica, na terceira coluna, cada pergunta do questionário quanto ao aspecto determinante da política de dividendos. Por exemplo, a primeira pergunta diz respeito ao lucro como determinante, portanto trata-se do determinante “Rentabilidade”. A segunda pergunta informa sobre a estabilidade da política, logo o determinante da política é o “Dividendo prévio”. E assim sucessivamente para todas as demais perguntas. Na quarta coluna, tem-se o efeito do determinante sobre a política de dividendos mais recorrente da literatura. E a última coluna indica se o achado desta pesquisa, obtidos pelas entrevistas e questionários, confirmam ou não o que preconiza a literatura.

Tabela 21 – Média das 27 perguntas, Variável relacionada e confronto do efeito com a Literatura

Palavras chaves das 27 questões	Média	Variável relacionada	Efeito da variável (Literatura)	Confronto Questionário x Literatura
1. Lucro como determinante	6,00	Rentabilidade	Positiva	Não confirmada
2. Estabilidade da política	7,13	Dividendo prévio	Positiva	Confirmada
3. Meta de dividendos	6,75	Dividendo alvo	-	-
4. Alterações lucro x dividendos	5,00	Rentabilidade	Positiva	Não confirmada
5. Manter taxa de dividendos	8,00	Estabilidade dividendo	Positiva	Confirmada
6. Alto padrão de dividendos	5,00	Aumento de dividendo	-	-
7. Montante/Taxa (Dividendos)	5,00	-	-	-
8. Valor da empresa	8,50	-	-	-
9. Valor para o acionista	8,50	-	-	-
10. Crescimento e preço	9,25	Oportunidade de crescimento	Negativa	Confirmada
11. Invest x Financ e Dividendo	9,75	-	-	-
12. Custo de capital	7,63	-	-	-
13. Política dividendos residual	5,88	Oportunidade de crescimento	Negativa	Confirmada
14. Novos investimentos	8,25	Oportunidade de	Negativa	Confirmada

		crescimento		
15. Divid X Ganhos de capital	5,00	-	-	-
16. Teoria da Sinalização	7,00	-	-	-
17. Sinais da performance	7,13	-	-	-
18. Preço da ação sobe	4,75	-	-	-
19. Preço da ação cai	4,75	-	-	-
20. Crescimento x Projetos	7,13	Oportunidade de crescimento	Negativa	Confirmada
21. Divulgação sobre alteração	8,75	<i>Outcome</i>	Positiva	Confirmada
22. Preferência tributária	4,38	-	-	-
23. Preferência tributária	6,00	-	-	-
24. Teoria da agência - Dívida	5,50	Alavancagem	Negativa	Confirmada
25. Teoria da agência - Controle	7,00	<i>Outcome</i>	Positiva	Confirmada
26. Preferências dos acionistas	5,50	-	-	-
27. Ciclo de vida	8,38	Tamanho	Positiva	Confirmada

FONTE: Elaborado pelo Autor

Na Tabela 21, as médias iguais ou superiores a 7,00 sugerem uma adesão ou alinhamento dos executivos quanto às propostas de cada questão. Nas questões 1 e 4, que versam sobre lucro, apesar da literatura considerar ponto pacífico que lucro impacta dividendos, os respondentes mostraram-se céticos quanto ao condicionamento de dividendos à ocorrência de lucros, indicando média 6,00 e 5,00, respectivamente, para estas impressões. Infere-se das respostas que o pagamento de dividendos faz parte de uma estratégia de distribuição e valor da empresa, que será realizado independente do resultado, para não comprometer a avaliação dos investidores. Isso também reforçado nas questões 2 e 5 que abordam a estabilidade e manutenção de taxa de dividendos da política. Com média 7,13 e 8,00, nestas questões, respectivamente, observa-se que os executivos estão propensos a manter o pagamento estável, independente do lucro auferido ou outras condicionantes.

No que diz respeito às oportunidades de crescimento, políticas de investimentos e financiamentos, teoria da sinalização e valor da empresa, que orbitam em torno da proposta de gerar valor para o negócio, tem-se elevadas médias para as questões 8, 9, 10, 11, 14, 16, 17 e 20, indicando que apesar de considerar oportuna uma política de dividendos estável, todos se preocupam em manter investimento para novos projetos buscando garantir a criação de valor futura para o acionista.

Segundo os questionários e as entrevistas o dividendo prévio, a oportunidade de crescimento, a alavancagem e o tamanho são fatores determinantes da política de dividendos, conforme tem preconizado a literatura. A teoria da agência e sinalização também foi confirmada como teorias que fundamentam os aspectos de distribuição de

lucros por dividendos das empresas consultadas. A pergunta 16 que infere sobre os anúncios de dividendos e o valor da empresa (teoria da sinalização) tiveram média 7,13. Portanto, valor bastante expressivo que pode denotar forte inclinação dos executivos em acreditar que os anúncios de dividendos impactam as percepções dos acionistas sobre o valor da empresa. Quanto à teoria da agencia, verifica-se que os executivos não estão muito determinados a perceber que a teoria da agência, quando trata dos conflitos de interesse, impactará a política de dividendos. Apesar da média da resposta 25 ter sido elevada (7,0), constatando que a teoria da agência cobre aspectos reais do conflito de interesse entre agente e principal, a resposta da questão 24 foi menos enfática, com uma média de 5,5.

5.2.3 Análise das respostas – Questionário com foco em Governança

Na tentativa de aprofundar o tema governança, aplicou-se uma segunda rodada de questionário, com os gestores das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Outro questionário (Anexo 24) foi elaborado e enviado para 223 empresas, que disponibilizaram e-mail da área de Relacionamento com Investidores. Sete empresas responderam, e as respostas foram transcritas para o Anexo 25. Os executivos das três empresas entrevistadas também receberam o questionário e responderam de forma remota, com respostas também constantes no Anexo 25. Portanto, têm-se dez empresas.

A nuvem de palavras, da Figura 4, retrata a frequência de ocorrência das palavras utilizadas nas perguntas, com foco em governança dirigidas aos RIs das empresas.

Figura 4 - Nuvem de palavras das perguntas com foco em governança



FONTE: Elaborado pelo Autor

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

De uma forma geral, as empresas compreendem que há relação entre o pagamento de dividendos e as diretrizes de governança corporativa. Essa relação tem sido tratada pela literatura (GOMES, 1996; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 2000; JIRAPORN, KIM e KIM, 2008; AOKI, 2014). Entretanto, uma das empresas não concorda com esta relação, mas considera que a política de dividendos se relaciona negativamente com a política de investimento da empresa. Quanto à política de investimento, observa-se pela maioria das respostas, e pesquisas anteriores têm constatado, que as oportunidades de crescimento, faz o acionista acreditar que o recurso será mais bem aproveitado pela empresa do que o pagamento de dividendos. Um dos respondentes, segundo a análise, compreende que a política de dividendos guarda forte relação com o potencial de geração de lucro dos negócios. De fato, o lucro tem aparecido como uma das principais variáveis que explicam a política de pagamento de dividendos.

Na terceira pergunta busca-se saber sobre práticas específicas de governança corporativa:

iii) Você considera que pode haver alguma (s) prática (s) de governança corporativa que possa (m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

As empresas foram categóricas em informar que quaisquer aspectos da governança não induzem ao pagamento ou não de dividendos. Portanto, consideram não haver relação entre aspecto específico da governança e a política de dividendos.

5.2.4 Análise de Conteúdo das entrevistas– Atlas.ti

Alternativamente, apresenta-se uma análise de conteúdo (BARDIN, 2010) das entrevistas realizadas. Essa análise de conteúdo foi implementada com o uso do software Atlas.ti, utilizado para descrever e interpretar o conteúdo das respostas dos entrevistados e questionário da segunda rodada. Inicialmente, trata-se as entrevistas da 1º rodada do questionário (Aspectos gerais sobre a política de dividendos). Em seguida, analisa-se os questionários da 2º rodada do questionário, mais sensível às questões da política de dividendos e governança. As 27 questões aplicadas na entrevista foram sintetizadas em 12 perguntas ou temas, que definem, em linhas gerais, o propósito da investigação. As 12

perguntas foram codificadas com suporte da ferramenta Atlas.ti, conforme Quadro 10. Cada pergunta ou tema vem seguido de uma interrogação, que sintetiza uma ou mais perguntas do questionário. Todas as perguntas indicadas abaixo estão relacionadas com a política de dividendos. Por exemplo, o primeiro retângulo “Tributação?” diz respeito às perguntas que indagam sobre o impacto da tributação nas decisões de dividendos. O segundo retângulo “Ciclo de vida?” questiona se a teoria do ciclo de vida de alguma forma impacta as decisões da política de dividendos, e assim para os demais, sempre orientadas para as decisões de dividendos.

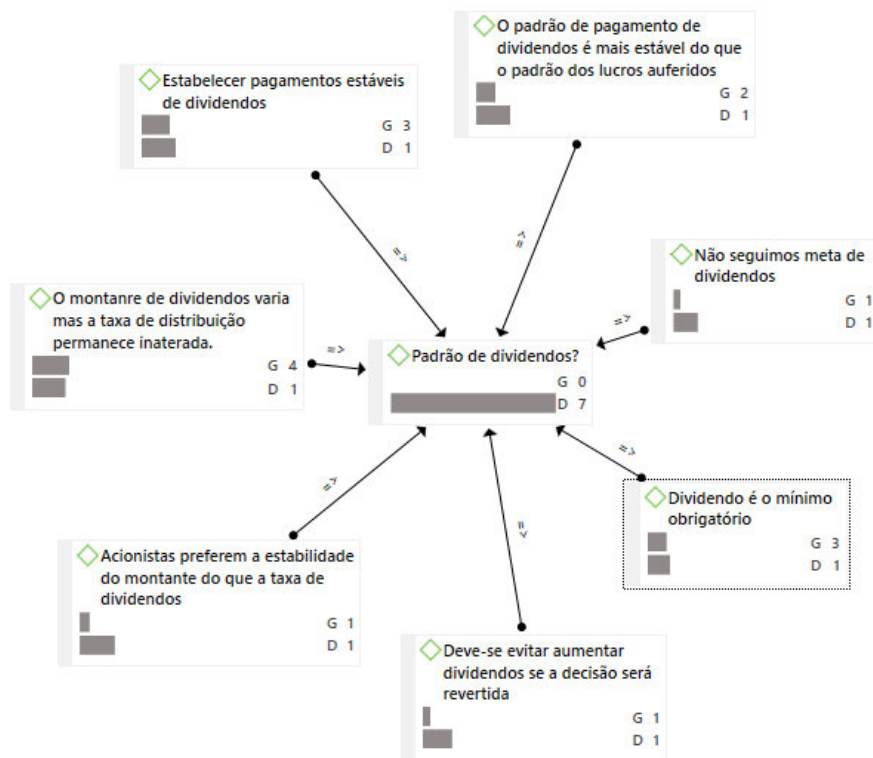
Quadro 10 - 12 questões ou temas que sintetizam as 27 perguntas

Temas	Perguntas dos questionários
Padrão de dividendos?	1 a 7
Lucros e dividendos?	1, 2 e 4
Valor da empresa?	8 a 12
Alavancagem?	12
Projetos promissores?	13 e 14
Ganho de capital?	15
Teoria da sinalização?	16 a 21
Investimento, financiamento e distribuição?	11
Tributação?	22 e 23
Teoria da agência?	24 e 25
Preferência de dividendos?	26
Ciclo de vida?	27

FONTE: Elaborado pelo Autor

No Atlas.ti, além das codificações para as perguntas, procedeu-se com codificações para as respostas, que foram associadas entre si. A partir dessa associação no Atlas.ti, foram criados diagramas de rede para cada uma das 12 perguntas e suas respostas. A seguir, tem-se a análise de conteúdo para cada uma das perguntas. O código “Padrão de Dividendos?” sintetiza as sete primeiras perguntas do questionário. A Figura 6 ilustra os códigos, em torno da pergunta “Padrão de Dividendos?”, que representam as respostas dos executivos.

Figura 6 - Respostas sobre Padrão de dividendos



FONTE: Elaborado pelo Autor

Nos retângulos, além de conter perguntas e respostas, inclui-se também dois indicadores de frequência situados na parte inferior da figura. O *Groundness* (G) e o *Density* (D). O *Groundness* indica o número de vezes que o código foi associado ao texto, relacionados às respostas dos executivos. O *Density* representa o número de associações realizadas entres os diversos códigos. Por exemplo, no retângulo que contém a resposta “Dividendos é o mínimo obrigatório” o G = 3 e o D = 1. O G = 3 significa que a resposta foi associada a três fragmentos de textos, neste caso as três empresas informaram que pagam o dividendo mínimo obrigatório. Quanto ao D = 1, tem-se que a resposta tem somente 1 link com outro código, o outro código é a pergunta “Padrão de Dividendos”.

Essa ferramenta de análise de conteúdo do Atlas.ti, com associações de códigos de perguntas e repostas, possibilita de forma resumida entender qual a ênfase da pergunta e a representativa das respostas quanto ao conteúdo e sua recorrência associada à pergunta. A recorrência é de fundamental importância, nesse tipo de análise, para pontuar quão prioritário o assunto está sendo pautado na agenda ou intenções dos gestores.

Verifica-se que o D=7 para o “Padrão de Dividendos?” indica que foram associados a esta pergunta sete fragmentos de textos que correspondem às respostas dos entrevistados. Como mencionado, “Padrão de Dividendos?” refere-se às sete perguntas do questionário.

Para as perguntas que representam o “Padrão de Dividendos” a resposta mais relevante diz respeito ao montante de dividendos que varia, mas a taxa de dividendos fica inalterada, com $G=4$ e $D=1$. Ou seja, 4 é a frequência que esse comportamento é citado no corpo de todas as respostas. Portanto, observa-se pelas respostas que as empresas mantêm suas políticas constantes em torno de um percentual, com o montante variando de acordo com a variação do lucro. Os executivos informaram que os acionistas valorizam mais a previsibilidade quanto ao retorno em forma de dividendos, mas também acreditam que o remanescente do lucro será investido em projetos promissores para gerar valor futuro para o negócio.

A segunda e terceira respostas mais relevantes, com $G=3$ e $D=1$, são “Estabelecer pagamentos estáveis de dividendos” e “Dividendo é o mínimo obrigatório”. A primeira resposta corrobora com a política de dividendos estáveis já mencionadas no parágrafo anterior. A segunda resposta indica que as empresas atendem a legislação com o pagamento do mínimo em dividendos por lei, mas o foco é o crescimento. Logo, o excedente de lucro será reinvestido em projetos lucrativos. Isso foi constatado na maior parte das falas dos executivos. Segundo os entrevistados, os acionistas compartilham da tese de investimento, que tem o ganho de capital como principal retorno esperado. Ou seja, os acionistas acreditam que os lucros retidos serão melhores aplicados na empresa do que distribuídos como dividendos ou juros sobre capital próprio. As três últimas respostas também se alinham à perspectiva de estabilidade da política quando mencionam a estabilidade na política de dividendos em cada uma delas.

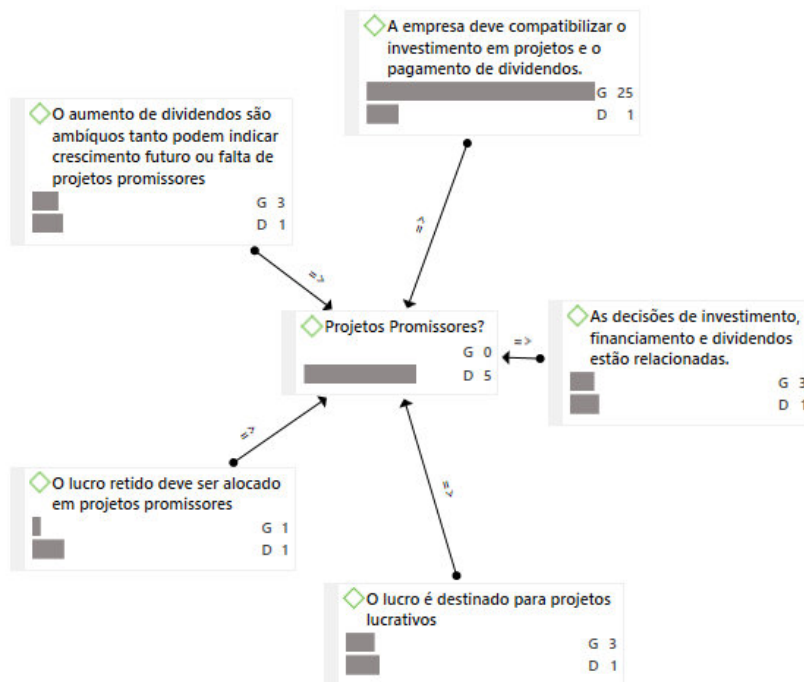
Na Figura 7 têm-se as respostas dos executivos relacionadas às políticas das empresas quanto à alocação de recursos financeiros para investimentos em projetos promissores. As empresas entrevistadas experimentam momentos de crescimento, com baixo índice de pagamento de dividendos e inclinadas a gerar valor para os acionistas a partir de investimento em novas oportunidades de negócios. O tema projetos lucrativos foi abordado em demasia pelos executivos. As empresas estão investindo em novas lojas, aquisições de ativos de produção e/ou comerciais, ou ampliação do parque industrial e logístico, atentas a toda sorte de oportunidades.

A resposta mais reportada na entrevista, com 25 fragmentos de textos codificados, refere-se à escolha entre alocar recursos financeiros para pagamento de dividendos ou investir em projetos lucrativos. Ficou patente que as oportunidades de crescimento são prioritárias. Mas, os executivos consideram que a empresa deve atentar para o pagamento

de dividendos como retorno ao investimento para aqueles que valorizam esta forma de remuneração, conforme discutido no parágrafo anterior que tratou o padrão de dividendos.

As demais respostas, relacionadas a projetos promissores, foram menos reportadas, com até 3 codificações. Uma das empresas, com $G = 3$, o executivo considera que o aumento de dividendos pode ser ambíguo. Em primeira análise pode expressar crescimento futuro, com maior lucratividade e retorno em dividendos. Outra perspectiva seria a inexistente de projetos promissores, dado que o excedente de lucro estaria pagando dividendos ao invés de investimentos em bens de capital. As demais respostas alinham-se ao propósito de crescimento no sentido de direcionar os lucros retidos para investimento, visando o crescimento, mas sem perder de vista que a política de dividendos deve ser apreciada com alguma cautela.

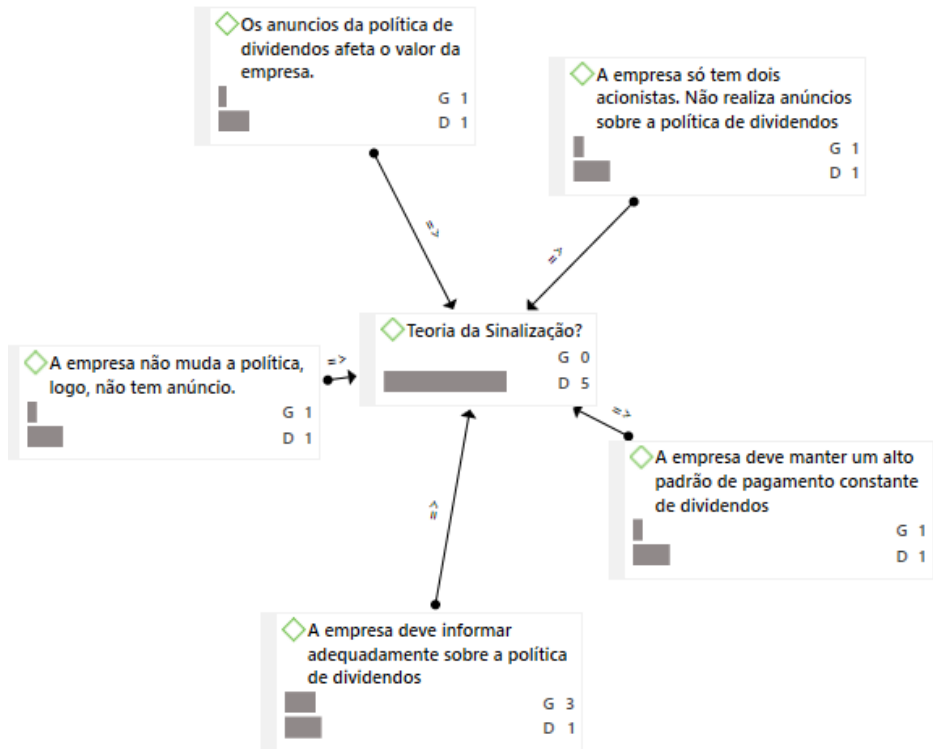
Figura 7 - Respostas sobre Projetos promissores



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 8 aborda a teoria da sinalização. Quanto às perguntas que tratam essa teoria, as respostas dos executivos consideraram que os seus negócios não são muito afetados pelas informações disseminadas no mercado. O capital de cada empresa entrevistada é muito concentrado. Essa concentração possibilita o acesso facilitado pelos poucos acionistas às informações sobre a política de dividendos e outras relacionadas aos negócios.

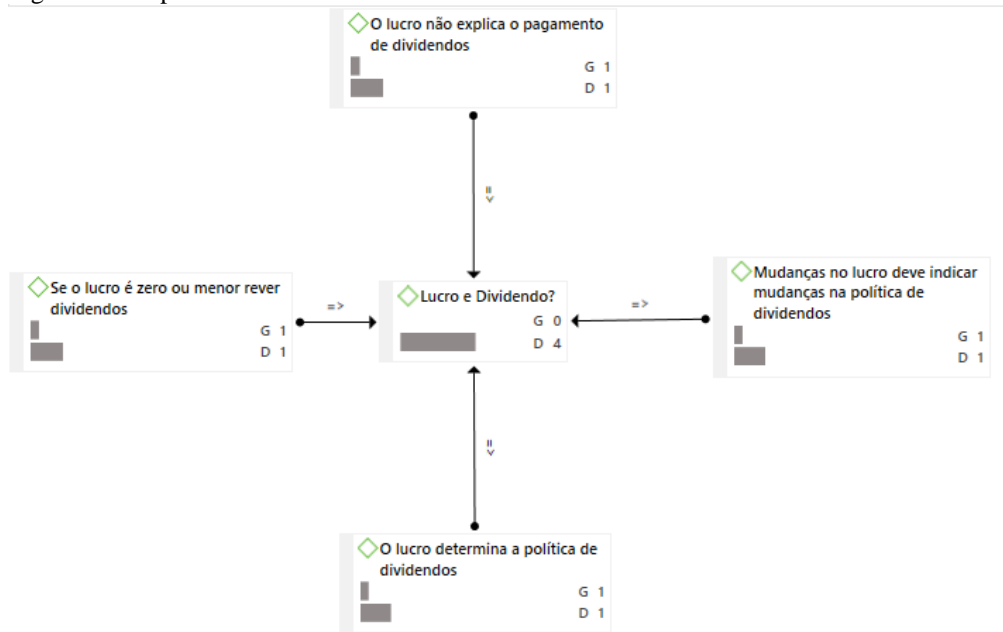
Figura 8 - Respostas sobre Teoria da Sinalização



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 9 traz o dividendo relacionado ao lucro. As respostas não seguiram um padrão. Alguns executivos admitem existir uma relação direta entre lucro e dividendos, conforme preconiza a literatura, mas outros não concordam com esta correlação. Em alguma medida, observou-se que as justificativas para a não relação entre lucro e dividendos é a adoção de requisitos legais para a manutenção de pagamento mínimo obrigatório de dividendos.

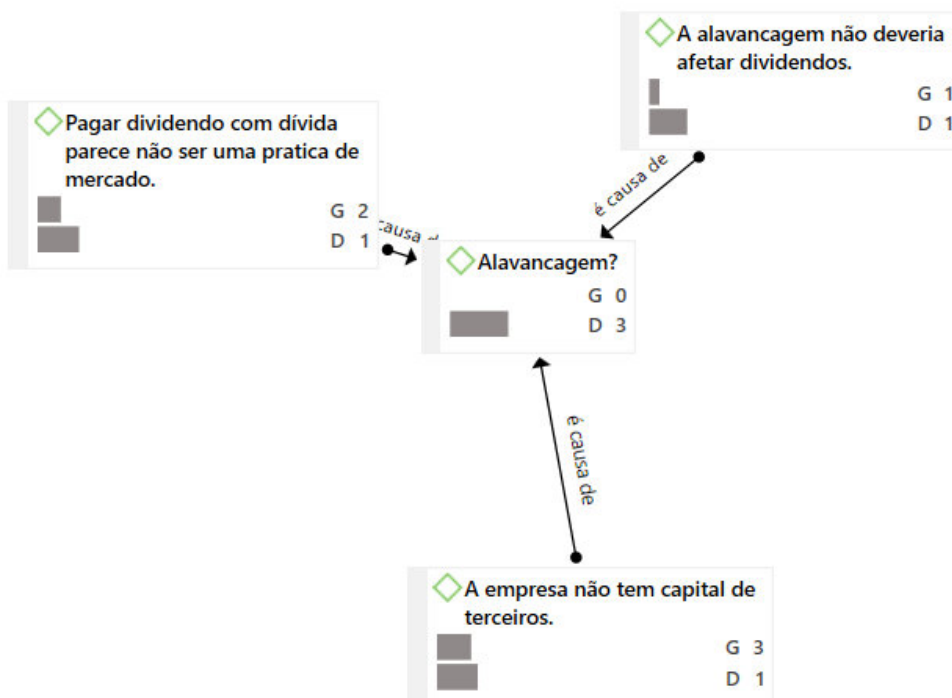
Figura 9 - Respostas sobre Lucro e Dividendo



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 10 trata a relação entre alavancagem e política de dividendos. Conforme já comentado, as empresas consultadas apresentam alta concentração de propriedade, com poucos acionistas. As empresas são financiadas principalmente por capital próprio, com pouca dívida. São empresas pouco alavancadas sem impacto deste aspecto para a política de dividendos.

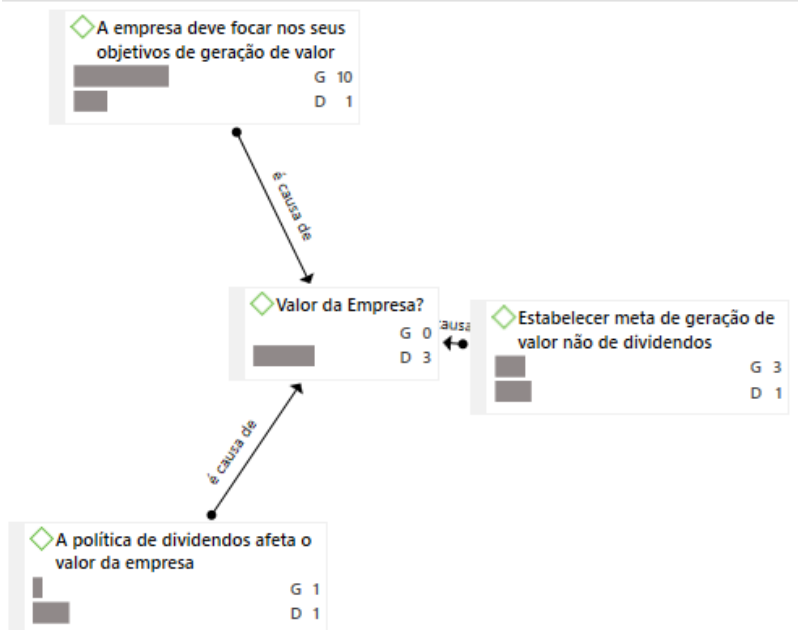
Figura 10 - Respostas sobre Alavancagem



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 11 explora a relação entre a política de dividendos e o valor da empresa. Os executivos consideram que a política de dividendos afeta o valor da empresa. Portanto, afeta a percepção dos acionistas quanto ao valor da empresa que pagam e aquelas que não pagam dividendos. Observou-se nas entrevistas que os executivos apostam na tese de investimento, por parte dos acionistas, em detrimento de uma política de pagamento de dividendos. Estão mais interessados na geração de valor futuro.

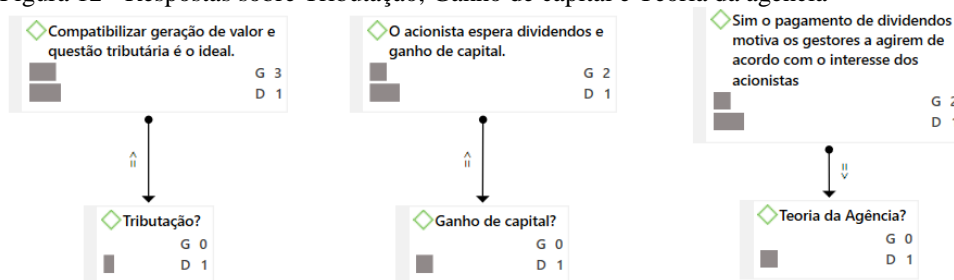
Figura 11 - Respostas sobre Valor da Empresa



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 12 compreende as respostas relacionadas à tributação, ganho de capital e teoria da agência. Os executivos pontuaram, segundo suas visões de mercado financeiro, que o ideal seria compatibilizar a política de dividendos às demandas tributárias dos acionistas, mas isto não é prioritário. Para as empresas entrevistadas a questão tributária não se mostrou relevante para as decisões de investimentos dos seus acionistas. Quanto ao ganho de capital, os executivos mencionam as demandas por dividendos, mas os acionistas estão mais preocupados com geração de valor futuro, alocação de recurso em projetos lucrativos e consequente ganho de capital. Por fim, quanto à teoria da agência, o impacto desta teoria se mostrou dividido. Esse tema não se mostrou relevante para trazer impacto à política de dividendos.

Figura 12 - Respostas sobre Tributação, Ganho de capital e Teoria da agência



FONTE: Elaborado pelo Autor

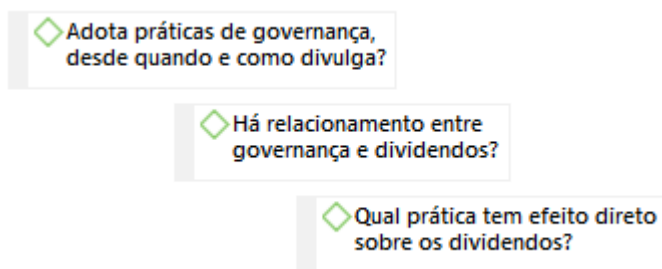
5.2.5 Análise de Conteúdo do 2º questionário – Atlas.ti

O segundo questionário foi enviado por e-mail para os executivos das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. O referido questionário contém três perguntas mais sensíveis ao relacionamento entre governança corporativa e a política de dividendos. As respostas tiveram suas análises de conteúdo realizadas no Atlas.ti. A seguir observa-se a íntegra das três perguntas:

- i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?
- ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?
- iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Para melhor operacionalização no Atlas.ti as três perguntas foram codificadas. A primeira pergunta foi codificada assim: “Adota práticas de governança, desde quando e como divulga?”. A segunda pergunta assim: “Há relacionamento entre governança e dividendos?”. E a terceira assim: “Qual prática tem efeito direto sobre os dividendos?”. Os códigos das perguntas, extraídas do Atlas.ti constam na Figura 13.

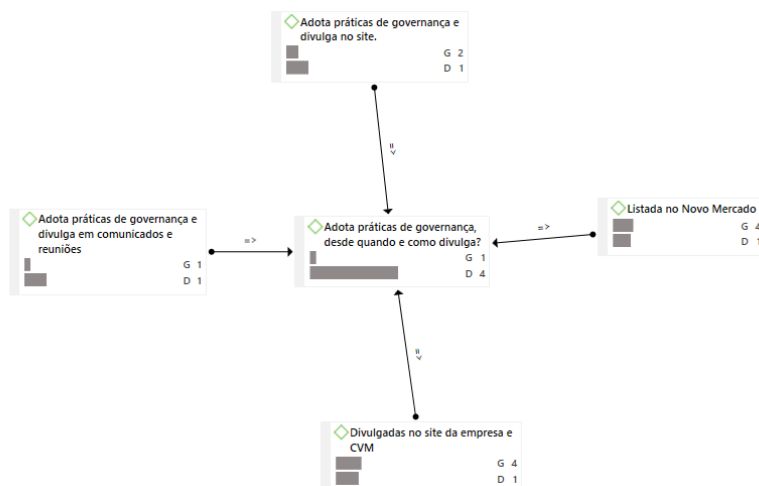
Figura 13 - Códigos das perguntas da 2ª rodada do questionário



FONTE: Elaborado pelo Autor

Para cada pergunta foi elaborado um diagrama de rede, associando-a as respostas. Para elaboração do diagrama fez-se necessário codificar os fragmentos de respostas. Após codificação das respostas procedeu-se com a associação das respostas aos códigos das três perguntas. A Figura 15 apresenta as respostas codificadas e associada à primeira pergunta. Verifica-se que todas as empresas adotam práticas de governança corporativa, inclusive quatro delas estão no novo mercado (*Groundness* = 4). Todas divulgam suas práticas de governança corporativa, em especial, pelos sites das respectivas empresas. Adicionalmente, algumas informam que divulgam suas práticas de governança por comunicados, reuniões, assembleias de acionistas ou pela CVM.

Figura 14 - 1ª Pergunta do 2º questionário

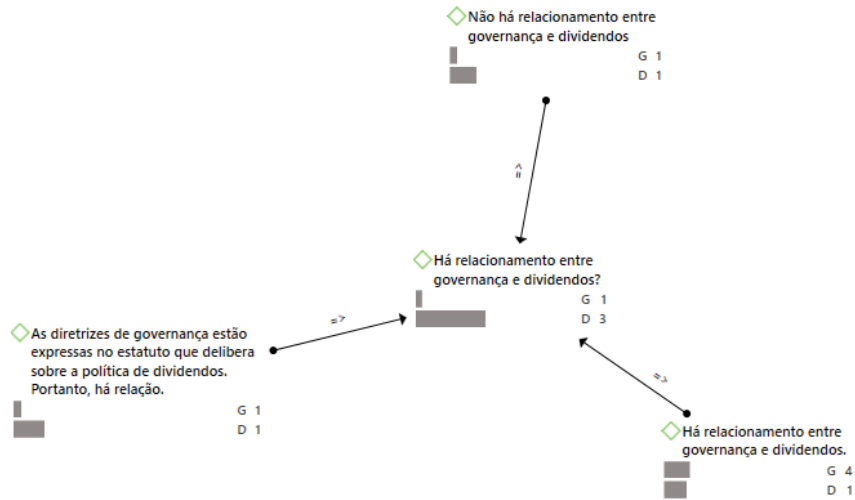


FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 16 apresenta a rede associada à segunda pergunta. Observa-se que a maioria das empresas considera haver relacionamento entre governança corporativa e política de dividendos. Segundo alguns relatos, as diretrizes de governança estão traduzidas no estatuto das empresas. Alguns aspectos da política de dividendos constam nos termos do estatuto, portanto, guardando relação entre governança e dividendos.

Inclusive, algumas empresas inferem que a política de dividendos é um instrumento da governança corporativa.

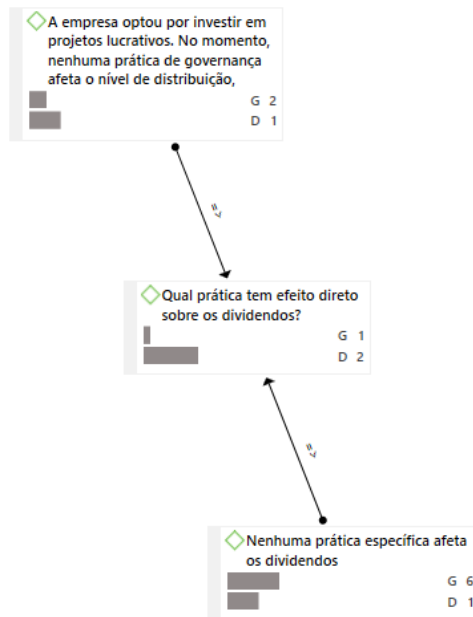
Figura 15 - 2º Pergunta do 2º questionário



FONTE: Elaborado pelo Autor

A Figura 17 contém a rede associada à terceira pergunta. Todas as empresas indicam não existir prática específica de governança corporativa que de alguma forma afete a política de dividendos. A maioria das empresas relata que o nível de distribuição é mais influenciado pelas decisões de investimento. Devido ao momento de crescimento que algumas delas estão experimentando, percepção extraída das respostas, essas empresas têm diminuído o montante de dividendos em função da alocação de recursos em projetos lucrativos.

Figura 16 - 3ª Pergunta do 2º questionário



FONTE: Elaborado pelo Autor

5.3 Paralelo entre pesquisa quantitativa e qualitativa

Como informando, a pesquisa foi realizada utilizando método quantitativo e também qualitativo para avaliar a política de dividendos e sua possível relação com governança corporativa e outros atributos da empresa. A combinação da pesquisa econométrica com a pesquisa qualitativa oferece a possibilidade de complementação entre as estratégias metodológicas. A seguir faz-se uma comparação entre os resultados obtidos através de cada uma das metodologias.

5.3.1 Relacionamento dos resultados

Uma análise comparativa entre os resultados obtidos pela pesquisa quantitativa e pela pesquisa qualitativa é realizada com a finalidade de aquilatar se o pensamento dos gestores, captado na pesquisa qualitativa, coincide com os resultados da pesquisa quantitativa que trata dados de um grande coletivo de empresas sem levar em consideração o pensamento de qualquer ator envolvido no processo. Em caso de observar-se divergência, esta pode ser um indicativo de que o gestor esteja com opinião enviesada, talvez por influência da situação específica de sua realidade corporativa?

Com relação à proposição de que a estrutura de governança corporativa pode ter efeito sobre o pagamento de dividendos, os resultados das duas abordagens não são

coincidentes. A pesquisa quantitativa sinaliza que, no Brasil, parece haver um efeito negativo do sistema de governança corporativa sobre a distribuição de dividendos. Considerando as proposições para uma relação entre distribuição de dividendos e governança corporativa, este resultado estaria mais alinhado à proposição de que a distribuição de dividendos poderia ser um instrumento de substituição de uma deficiente estrutura de governança corporativa como proposto pelo Modelo Substituição (*Substitute model*). Desta forma, no mercado brasileiro, o aprimoramento do sistema de governança corporativa não parece ser capaz de potencializar a distribuição de dividendos. Em sentido contrário, a fragilidade da estrutura de governança corporativa parece estar impulsionando esta distribuição, o que pode ser interpretado como uma estratégia de compensação da governança corporativa deficiente. A opinião dos gestores, no entanto, obtida através da pesquisa qualitativa, sinaliza que estes consideram que a estruturação de um melhor sistema de governança corporativa será capaz de promover mais elevada distribuição de dividendos, o que está mais alinhado com a proposta de que a melhor governança corporativa é capaz de gerar melhores resultados para os acionistas assim como mais alto pagamento de dividendos (*Outcome model*). Uma possível explicação para este resultado relacionado com a expectativa favorável dos gestores pode ser a influência da forte promoção de ações visando a incorporação de boas práticas de governança pelas empresas, sempre justificadas pelos benefícios que podem trazer a acionistas. Outra razão pode ser a tendência do gestor a querer promover os esforços de sua empresa no sentido de ter um bom sistema de governança corporativa, e que este esforço traz benefícios para os acionistas, incluindo aí a melhor remuneração a seu capital investido.

Ainda a partir da comparação das abordagens quantitativa e qualitativa observou-se uma associação positiva entre Dividendo Prévio e a Política de Dividendos, como previsto sob o argumento de que as empresas tendem a manter suas políticas de dividendos, de modo que práticas de distribuição de dividendos passados são capazes de refletir-se em momentos futuros (Hipótese 2). Os gestores concordam que o pagamento de dividendos pretérito motiva a continuidade do pagamento presente e futuro, dado que esse comportamento sinaliza estabilidade ao processo de remuneração ao acionista. A literatura tem apontado a tendência a haver essa relação positiva entre Dividendo Prévio e o pagamento atual de dividendos (ANDRES e HOFBAUR, 2017; YONG HA, JOONG IM e KANG, 2017).

Observou-se também uma associação positiva entre o Lucro e a Política de Dividendos, sob o argumento de que o pagamento de dividendo ocorre a partir de lucros auferidos pela empresa (Hipótese 4). Os gestores não consideram a captação de empréstimo para manter a política de pagamento de dividendos, ainda que o não pagamento possa sinalizar queda na performance da empresa ou sinalizar uma redução de remuneração para os acionistas. O esforço dos gestores é direcionado para conscientizar os acionistas que a espera de pagamento de dividendos na ocorrência de lucro é mais benéfica para a saúde financeira da empresa. A literatura tem admitido que o lucro está associado a um maior pagamento de dividendos (AIVAZIAN, BOOTH e CLEARY, 2003; FAMA e FRENCH, 2012; BROCKMAN e UNLU, 2011; LEE, 2010; FUTEMA, BASSO e KAYO, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA e CRISÓSTOMO, 2010 e FAMA E BABIAK, 1968).

Para o método quantitativo, os resultados apontaram para uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e as Oportunidades de Crescimento, corroborando com o argumento de que as oportunidades de crescimento, ou projetos promissores, demandariam recursos financeiros para sua implementação, consumindo fluxo de caixa em detrimento do pagamento de dividendos (Hipótese 5). Para o método qualitativo, os gestores disseram que os recursos utilizados em projetos promissores irão comprometer o pagamento de dividendos, argumento alinhado com a Hipótese 5. Portanto, há um alinhamento entre as duas abordagens.

Não observou-se alinhamento para uma associação negativa entre a dívida e a política de dividendos como esperado (Hipótese 8). Este resultado não alinha-se com o entendimento de que dívida compromete fluxo de caixa, contribuindo assim para uma mais reduzida capacidade de distribuição de dividendos (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009; LEE, 2010; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011; BAE; CHANG; KANG, 2012; BOHREN; JOSEFSEN; STEEN, 2012).

O Quadro 11 contém a síntese de todos os resultados auferidos pelos métodos econométrico e qualitativo:

Quadro 11 - Apreciação dos resultados da pesquisa quantitativa e qualitativa

QUANTITATIVO	QUALITATIVO
<p>60% das empresas são participantes do Novo Mercado. 52% das participantes do Novo Mercado reduziram os dividendos pagos. Essa redução pode sugerir uma correlação negativa entre pagamento de dividendos e a governança corporativa.</p>	<p>Os gestores sugerem haver uma associação positiva entre o Pagamento de Dividendos: 1. Governança da empresa.</p>
<p>Verificou-se uma correlação negativa entre Política de Dividendos e: 1. O CGIndex 2. Presença no Novo Mercado 3. Concentração de propriedade 4. Taxa de Investimento 5. Oportunidades de crescimento</p>	<p>Segundo os gestores há uma associação negativa entre Política de dividendos: 1. Dívida 2. Oportunidades de Crescimento</p>
<p>Por outro lado, verificou-se uma correlação positiva entre Política de Dividendos e: 1. Lucro 2. Dividendo prévio</p>	<p>Segundo os gestores há uma associação positiva entre Política de Dividendos e: 1. Dividendo prévio 2. Governança Corporativa 3. Lucro 4. Manutenção no pagamento de dividendos.</p>

FONTE: Elaborado pelo Autor

6 CONCLUSÕES

Distintas teorias constituem-se em arcabouço explicativo das decisões relacionadas à política de dividendos. A Teoria da Agência trata conflitos provenientes da relação entre agente e principal. Nesse contexto, o controle sobre a direção da empresa, amparado pelo sistema de Governança Corporativa, pode mitigar os conflitos advindos dessa relação.

A presente pesquisa analisa os efeitos da governança corporativa sobre a política de dividendos. A literatura tem documentado achados na direção do *outcome model* que prevê um efeito positivo da governança corporativa, interna e externa, sobre o nível de pagamento de dividendos uma vez que esta situação deixa os acionistas mais empoderados. Em entornos com mais fragilidade institucional e também mais débil governança das empresas acionistas têm menos poder de pressão e pode-se observar um mais elevado padrão de pagamento de dividendos quando os gestores decidem fazê-lo visando melhorar a imagem da empresa como respeitadora dos direitos de acionistas minoritários. Nestas situações pode-se observar uma relação inversa entre governança corporativa e pagamento de dividendos (*substitute model*).

O objetivo deste trabalho foi analisar a política de distribuição de dividendos da empresa brasileira sob a óptica da Teoria da Agência, ao considerar os possíveis efeitos da governança corporativa sobre esta política, juntamente com outros fatores determinantes.

Nessa pesquisa as investigações foram conduzidas por duas abordagens. A estratégia de pesquisa empírica, na qual se avaliou a associação entre a governança corporativa e a política de dividendos, com a aplicação de métodos econométricos. Adicionalmente, procedeu-se também a uma pesquisa com abordagem qualitativa, a partir da realização de entrevistas com executivos de finanças de algumas empresas.

A política de dividendos segue controversa e na tentativa de ampliar o entendimento das motivações para o pagamento de dividendos verificou-se se a adoção de práticas de governança influencia a política de dividendos. A análise ocorreu a partir de aspectos com potenciais impactos na política de dividendos já abordados pela literatura. Os resultados apresentam fortes indícios de uma relação inversa da governança corporativa com a distribuição de dividendos. Foram observados que outros atributos das empresas têm também influência sobre a política de dividendos, como: concentração de propriedade, alavancagem, rentabilidade, investimento, oportunidades de crescimento e dividendos prévios sobre a política de dividendos.

A governança corporativa apresenta tendência de restringir a distribuição de dividendos. Usando-se duas proxies para a qualidade da governança corporativa - CGIndex e Dummy de novo mercado - obteve-se resultados indicando um efeito negativo da qualidade da governança corporativa sobre o nível de pagamento de dividendos. Resultado alinhado com a proposição do *substitute model*. Isso traz indicativos de quanto mais estruturada encontra-se o sistema de governança corporativa, menos propensa se coloca a empresa para distribuir a riqueza por dividendos. Dito de outra forma, quanto pior for a sistemática de atuação da governança corporativa, maior será a probabilidade de pagamento de dividendos pelas empresas. Portanto, têm-se dois pontos de vista que definem um mesmo processo de relacionamento entre a governança corporativa e a política de dividendos. Os resultados obtidos alinham-se ao *substitute model*, que é o pagamento de dividendos como substituto de uma estruturação sistemática de governança corporativa.

Além das variáveis CGIndex (BRANDÃO e CRISÓSTOMO, 2015) e dummy de Novo Mercado foram verificados alguns aspectos particulares da governança. Como dito, os resultados das duas variáveis corroboram para aceitação do *substitute model*. Os demais aspectos da governança não se mostraram significativos para explicar a política de dividendos.

Quanto ao tamanho, ficou evidente o relacionamento com a política de dividendos. O efeito positivo sobre a política de dividendos, ou seja, quanto maior a empresa mais propensa apresenta-se para pagar dividendos é recorrente na literatura. Este efeito também é considerado pela Teoria do Ciclo de Vida. Entretanto, foram poucos os modelos que demonstraram poder de explicação para o efeito positivo entre essas duas variáveis.

O efeito negativo da alavancagem sobre a política de dividendos não foi verificado nos testes de hipóteses. A literatura pontua que empresas alavancadas não dispõem de fluxo de caixa livre para distribuir como forma de dividendos para os acionistas, pois tal caixa deverá ser utilizado para suportar os custos da dívida. Portanto, não ficou evidente que a alavancagem tem efeito negativo sobre o pagamento de dividendos.

Com relação ao rendimento, que se constitui em um dos aspectos mais recorrentes de motivações relacionadas ao pagamento de dividendos, verificou-se que quanto mais rentável a empresa mais inclinada para pagar dividendos ela se apresenta, em sintonia com a literatura.

As oportunidades de crescimento sugerem o não pagamento de dividendos para alocação do recurso financeiro em projetos promissores. As empresas com oportunidades

de investimento presentes ou potenciais irão alocar recursos para investimento em projetos que possam agregar valor ao negócio. A presente pesquisa constatou que as oportunidades de crescimento subtraem o pagamento de dividendos, dado que os recursos serão alocados em projetos que prospectam ganhos mais vantajosos. Como tem abordado a literatura. As entrevistas sinalizaram o mesmo efeito das oportunidades de crescimento no pagamento de dividendos referenciado pela literatura. Os executivos foram categóricos em afirmar que os esforços atuais não são para pagamento de dividendos, mas para investimento em projetos promissores. Acrescentaram que as decisões de investimento em novos projetos são compartilhadas e aceitas pelos principais acionistas.

Encontrou-se evidência de influência da concentração de propriedade sobre o pagamento de dividendos. A maior concentração de propriedade importou em menor pagamento de dividendos. Isso corrobora para o efeito expropriação, e rejeita o suporte para o efeito controle. O poder decisório do pagamento de dividendos nas mãos de poucos acionistas com direito a votos, subtrai a riqueza dos acionistas minoritários, quando opta pela não distribuição por dividendos.

O pagamento prévio de dividendos se mostrou relevante para a definição da atual política de dividendos da empresa. De fato, os gestores levam em conta o pagamento pretérito de dividendos para decidir sobre a política de dividendos. No Brasil, dado o conservadorismo dos investidores, decisões mais estáveis dos gestores, podem atrair a maior parte destes investidores.

Quanto à abordagem qualitativa, verificou-se que, segundo os executivos das empresas, o pagamento de dividendos é compartilhado com estratégias de crescimento organizacional, que contemple investimentos em projetos que ofereçam bons retornos futuros. Os acionistas, de acordo com a opinião dos executivos, preferem ganhos de capital, no médio ou longo prazo, do que o recebimento de dividendos no presente, pois apostam que as empresas farão melhor uso dos recursos financeiros em projetos promissores.

As empresas que fizeram parte das entrevistas e questionários são de grande porte, com *market share* representativo e consolidado em seus segmentos e com estrutura formal de governança corporativa. Segundo os executivos, o sistema de governança corporativa avalia com cuidado o processo de tomada de decisão estratégica, que envolve o pagamento de dividendos, sem perder de vista as oportunidades de crescimento.

Nas questões que tratam sobre o pagamento de dividendos como regulador da ação dos gestores, as respostas dos executivos convergiram para dar suporte aos pressupostos da teoria da agência, que propõem os dividendos como instrumento de controle. A aplicação de questionários visa a oferecer uma segunda leitura sobre a política de dividendos das empresas brasileiras, para permitir maior robustez aos achados. Ficou evidente algum alinhamento entre as abordagens econométrica e qualitativa. A estatística descritiva trouxe indicativos que as empresas inseridas no novo mercado, estão reduzindo o pagamento de dividendos. Na mesma direção, verificou-se um efeito, nos modelos econométricos de menor pagamento de dividendos por aquelas empresas com maior nível de governança. Quanto às entrevistas observou-se o não pagamento de dividendos, pelas empresas entrevistadas, que possuem relevante estrutura de governança e os acionistas preferem ganhos de capital.

Registra-se aqui que a operacionalização das entrevistas e questionários ficou comprometida, em parte pela extensão territorial do Brasil, dificultando deslocamentos, e também pela dificuldade de participação das empresas, que é compreensível, dado que os executivos, muitas vezes, empreendem longas e exaustivas rotinas de trabalho. Portanto, constitui-se em limitações desta pesquisa o pequeno tamanho da amostra por coleta de dados com instrumentos qualitativo. Sugere-se que as amostras sejam ampliadas em estudos futuros para ratificar ou refutar os achados desta pesquisa.

7 REFERENCIAIS

- ADJAOUD, Fodil, BEN-AMAR Walid. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of business fianance and accounting*. 648-667.
- AGGARWAL, R., & KYAW, N. A. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 11.
- AIVAZIAN, V., BOOTH, L., & CLEARY, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *J. of Multi. Fin. Manag.*, 21.
- ALMEIDA, Moisés A., SANTOS, Joséte F. (2008). O efeito das dimensões de Governança Corporativa sobre o payout das empresas não financeiras brasileiras. In: CONGRESSO ENANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro/RJ.
- AMBROZINI, Marcelo Augusto (2011). Políticas de dividendos no Brasil: Um modelo de apoio à decisão. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- ANDRES, Christian, HOFBAUR, Ulrich (2017). Do what you did four quarters ago: Trends and implications of quartely dividends. *Journal of corporate finance*, Forthcoming.
- AOKI, Yasuharu (2014). How does the largest shareholders affect dividends? *International review of finance*. 613-645.
- ARAÚJO, Claudia Afonso Silva (1996). A política de dividendos das empresas brasileiras: Empresas vs Acionistas. Dissertação de mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.
- ARRUDA, G. S., MADRUGA, S. R., FREITAS, N. I., Junior. (2008). A governança corporativa e a teoria da agencia em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1), 71-84.
- BACHMANN, Ramon Kael Benassi, AZEVEDO, Sayuri Unoki, CLEMENTE, Ademir (2012). Regularidade no pagamento de Dividendos e Governança Corporativa: Estudo em Companhias de Capital Aberto Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB, Salvador*, v. 2, n. 2, p. 68-79.
- BAE, S. C., CHANG, K., & KANG, E. (2012). Culture, corporate governance e dividend policy: International Evidence. *The Journal of Financial Research*, XXXV.
- BAKER, H. Kent, DUTTA, Shantanu Dutta, SAADI, Samir (2008) Impact of financial and multinational operations on manager perceptions of dividends. *Global Finance Journal*. Vol. 19, PP. 171–186.
- BAKER, H. Kent, KAPOOR, Sujata (2015). Dividend policy in Índia: new survey evidence. *Managerial Finance*. Vol. 41, No. 2, pp 182 – 204.
- BAKER, Malcolm, WURGLER, Jeffrey (2003). A catering theory of dividends. NBER Working paper series. <http://www.nber.org/papers/w9542>.

BAKERA, H. Kent, KILINCARSLAN, Erhan (2018). Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience. *Global Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.02.005>.

BARDIN, Laurence (2010). *Análise de conteúdo*. 4ª edição. Lisboa, Edições 70.

BARROS, A. B. (2005). Decisões de financiamento e de investimentos das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes. *Tese*. São Paulo.

BAR-YOSEF, S., & VENEZIA, I. (1991). Earnings Information and the Determination of Dividend Policy. *Journal of Economics and Business*, 18.

BASSE, T., & REDDEMANN, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37, 34 - 46.

BASSETTO, C. F.; KALATZIS, A. E. G. Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, v. 28, n. 1-2, p. 264-271, 2011.

BEBCHUK, L. A., COHEN, A., & FERREL, A. (2009). What matters in corporate governance? *The review of finance studies*, 22 (2), 783-827.

BLUNDELL, R., BOND, S. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115-143.

BOHREN, O., JOSEFSEN, M. G., & STEEN, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2852 - 2864.

BONA, André. Distribuição de dividendos no Brasil atinge R\$ 79,6 bilhões em 2017. Disponível em: <<https://andrebona.com.br/distribuicao-de-dividendos-no-brasil-atinge-r-796-bilhoes-em-2017/>> Acesso em: 13 jan 2020.

BOND, S. R.; ELSTON, J. A.; MAIRESSE, J.; MULKAY, B. Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: a comparison using company panel data. *The Review of Economics and Statistics*, v. 85, n. 1, p. 153-165, 2003.

BRANDAO, Isac de Freitas, CRISÓSTOMO, Vicente Lima (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira *Rev. Bras. Finanças (Online)*, Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 3, pp. 438-469 ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

BRANDÃO, J. W.; CRISÓSTOMO, V. L. Ownership Concentration Affects Dividend Policy of the Brazilian Firm. *Revista de Finanças Aplicadas*. V. 7, N.3, 2016. pp.1-22.

BRAV, Alon, JOHN R. Graham; CAMPBELL Harvey; MICHAELY, Roni (2005). Payout policy in the 21st Century. *Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=571046>>

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & MARCUS, A. J. (2002). *Fundamentos da Administração Financeira* (3º ed.). (R. B. Taylor, Trad.) Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil: McGraw-Hill Irwin.

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & ALLEN F. (2013). *Princípios de finanças coporativas Financeira* (10º ed.). (Celso Roberto Paschoa, Trad.) Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil: McGraw-Hill Irwin.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C., & EHRHARDT, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo, SP: Atlas.
- BROCKMAN, P., & EmreUNLU. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 276–299.
- BUENO, A. F. (2002). Os Dividendos Como Estratégia de Investimentos em Ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 39 - 55.
- BYRNE, J., O’CONNOR, T. (2017). Creditor rights and the outcome model of dividends. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 227-242.
- CAFÉ, Alexandra Myrielle (2014). O impacto de anúncios de dividendos no valor das ações das empresas da zona euro. Dissertação de mestrado. Universisade do Minho. Escola de Economia e Gestão.
- CASTRO, F. H., & YOSHINAGA, C. E. (2012). Ccoassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel. *RAM, REV. ADM. MACKENZIE*, 13.
- CHAZI, A., BOUBAKRI, N., & ZANELLA, F. (2011). Corporate dividend policy in practice: Evidence from an emerging market with a tax-free environment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 245–259.
- CLAESSES, S., & DJANKOV, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 498–513.
- CLEARY, Sean (1999). The Relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, Vol. LIV, Nº 2.
- COLLIS, J., & HUSSEY, R. (2005). *Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. (2º ed.). Porto Alegre, RS: Bookman.
- COSTA JÚNIOR, Jorge Vieira, MARTINS, Eliseu, FILHO, Rodolfo de Castro Sousa, CARDOSO, Ricardo Lopes (2004). JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei. in: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.
- CRISÓSTOMO, V. L. (2009). Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. *Revista de Economia Contemporânea*, 13(2), 259-280.
- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2010). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10, 73 - 92.
- CRISÓSTOMO, V. L., & LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. (2011). Financiamiento de la inversión y las imperfecciones del mercado. *Información Financiera, Gerencia y Control*, 38.

- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2011). Financial Constraints for Innovation in Brazil. *Latin American Business Review*, 12, 165-185.
- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92. doi:10.1108/IJMF-11-2012-012
- CRISÓSTOMO, V. L., LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & VALLELADO, E. (2014). Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. *Emerging markets review*, 18, 62-77. doi:10.1016/j.ememar.2014.01.005
- CHRISTIAN Andres, MARKUS Doumet, ERIK Fernau, ERIK Theissen. The Lintner model revisited: Dividends versus total payouts. *Journal of Banking & Finance*, 2015, vol. 55, issue C, 56-69
- CUERVO, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms Corporate Governance Mechanisms Corporate Governance Mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 10, 84 - 93.
- CYERT, R., KANG, S.-H., & KUMAR, P. (1996). Managerial objectives and firm dividend policy: A behavioral theory and empirical evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 31, 157-174.
- DAMODARAN, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática* (2º ed.). (J. Ritter, Trad.) Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil: Bookman.
- DAVID, Thomas; GINGLINGER, Edithr (2016). When Cutting Dividends Is Not Bad News: The Case of Optional Stock Dividends. *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming 49 Pages
- DAVID, M., NAKAMURA, W. T., & BASTOS, D. D. (2009). Estudo dos modelos trade off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). *RAM – REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO MACKENZIE*, 10, 132-153.
- DeANGELO, H., & DeANGELO, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 23.
- DEMSETZ, H., & LEHN, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- DENIS, D. J., & OSOBOV, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 21.
- DEFUSCO, Richard A.; DUNHAM, Lee M.; GEPPERT, John (2013). Empirical analysis of the dynamic relation among investment, earnings and dividends. *Managerial Finance* Vol. 40 No. 2, 2014 pp. 118-136. Emerald Group Publishing Limited 0307-4358 DOI 10.1108/MF-04-2013-0090
- DONG, Ming, ROBINSON, Chris, VELD, Chris (2005). Why individual investors wants dividends. *Journal of Corporate Finance*. 121 – 158.

DYCK, A., & ZINGALES, a. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59, 537 - 600.

EASTERBROOK, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74, 650-659.

EHRHARDT, M. C., & BRIGHAM, E. F. (2012). *Administração Financeira: teoria e prática* (2º ed.). São Paulo, SP: Cengage Learnig.

ELSTON, Julie Ann (1996). Dividend policy and investment: teory and evidence from US pane data. *Managerial and decision economics*, vol. 17, 267 – 275.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. (1970). Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*. Volume 52, Issue 1, 68-74.

ESQUEDA, Omar A. (2016). Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The quartely review of economic and finance*. 189-199.

FACCIO, M. L. (2001). Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 91, 54 - 78.

FAMA, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.

FAMA, Eugene F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, NO. 5.

FAMA, E. F., & BABIAK, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63, 1132-1161.

FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 33.

FERNANDEZ, Luciana Lopes Castro e Silva (2017). Qual a influência da política de dividendos brasileira na capacidade das empresas LTDA de captarem recursos para investimento próprio. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

FIRTH, Michael, GAO, Jin, SHEN, Jianghua e ZHANG, Yuanyuan (2016). Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, vol. 65, issue C, 91-107

FIGUEIREDO, A. C. (2002). O Conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. *Anais do 2º Encontro Brasileiro de Finanças*, (p. 13).

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C.A.; VASCONCELOS, A.C.; DE LUCA, M.M.M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista da UFMG*, v. 23, n. 3, p. 173-204.

FUTEMA, M. S., BASSO, L. F., & KAYO, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 44-62.

- GADHOUM, Y., LANG, L. H., & YOUNG, L. (2005). Who Controls US? *European Financial Management*, 11, 339 - 363.
- GIPPEL, Jennifer; SMITH, Tom; ZHU, Yushu (2015). Endogeneity in Accounting and Finance Research: Natural Experiments as a State of the Art Solution. *Abacus*, v. 51, n. 2, p. 143-168.
- GITMAN, L. J., & MADURA, J. (2003). *Administração Financeira: uma abordagem gerencial*. Pearson .
- GOMES, Armando (1996). Dynamics of stock prices, manager ownership, and private benefits of control, manuscript, Havard University.
- GOMPERS, P. A., ISHII, Joy L., METRICK, Andrew . (2003). "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics*: 118(1): 107-155
- GORDON, M. J. (May de 1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41.
- GORDON, M.J. (1963) Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18, 264-272.
- GUGLER, K. Y. (s.d.). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 731 – 758.
- GUJARATI, D. N. (2011). *Econometria básica* (5^o ed.). Porto Alegre, RS, Brasil: McGraw Hill.
- HANSEN, Lars Peter, Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, Vol. 50, No. 4, pp. 1029-1054.
- HARADA, K., & NGUYEN, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37, 362-379.
- HE, Zhong, CHEN, Xiaoyan, HUAN, Wei, PAN, Rulu, SHI, Jing (2016). External finance and dividend policy: a twist by financial constraints. *Accounting and Finance* 56, 935–959
- HOLANDA, A. P., & COELHO, A. C. (2012). Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. *RAE*, 52, 16.
- HUSSAINY, K., MGBAME, C. O., & Chijoke-MGBAME, A. M. (2011). Dividend policy and share pricevolatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 13.
- HU, A., KUMAR, P.(2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 759 - 790.
- JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323 - 329.
- JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JIANG, Fuxiu, MA, Yunbiao, SHI, Beibei. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*. 42: 295 – 314.

- JIRAPORN, Pornsit, CHINTRAKARN, Pandej (2009). Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy. *J. Finance Serv Res.* 36: 1-19.
- JIRAPORN, Pornsit, KIM, Young Sang, KIM, Jang-Chul (2008). Dividend payout and corporate governance quality: evidence from the institutional shareholder services. *J. Finance Serv Res.*
- JIRAPORN, P., NING, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*, Vol. 16, pp. 24 - 36.
- JO, H., PAN, C. (2009). Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends? *Review of Accounting and Finance*, 8(1), 87-116.
- JONH, K., KNYAZEVA, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. Working paper, New York University and University of Rochester, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841064
- JONH, K., KNYAZEVA, A., & KNYAZEVA, A (2015). Governance and payout precommitment. *Journal of corporate finance*, 101-117.
- KALATZIS, A. E., AZZONI, C. R., & ACHCAR, J. A. (2008). Financial constraints and investment decisions: evidence from a highly unstable emerging economy. . *Applied Economics*, 40, 1425-1434.
- KHAN, T. (2006). Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 18.
- KONINGS, J.; RIZOV, M.; VANDENBUSSCHE, H. Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania. *Economics Letters*, v. 78, n. 5, p. 253-258, 2003.
- KOUSSIS, Nicos, MARTZOUKOS, Spiros H, TRIGEORGIS, Lenos (2017). Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, Volume 81, Pages 221-235.
- KOWALEWSKI, Oskar, STETSYUK, Ivan e TALAVERA, Oleksandr (2007). Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=986111> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.986111>
- LACAVE, Maria Isabel Sáez; URTIAGA, María Gutiérrez (2014). Dividend Policy with Controlling Shareholders. ECGI Working Paper Series in Law No. 250/2014
- LANG, L. H., & LITZENBERGER. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? 24, 181 - 191.
- LASFER, M. Ameziane (1997). Professional fórum. Scrip dividends: the management's view. *European Financial Management*, Vol 3, No. 2, pp 237 – 249.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3 - 27.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (2007). Agency problem and dividend policies around the world. *The Journal of finance*, LV.

- LEE, C. F., & CHANG, H.-s. (1986). Dividend Policy and Capital Market Theory: A Generalized Error-Components Model Approach. *Journal of Business Research*, 12.
- LEE, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 351–368.
- LEE, Y.-T., LIU, Y.-J., ROLL, R., & SUBRAHAMANYAM, v. (2006). Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure. *Journal of Banking & Finance*, 18.
- LILJEBLOM, Eva; MOLLANH, Sabur; ROTTER, Patrik Do Dividends Signal Future Earnings in the Nordic Stock Markets? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015, 44(3), 493-511.
- LIN, Kun-li; SHEN, Chung-hua. (2012). The impact of corporate governance on the relationship between investment opportunities and dividend policy: An endogenous switching model approach. *Asia-pacific journal of financial studies*. 125-145.
- LINTNER, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46.
- LINTNER, John, 1962, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, 243-269.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J., & CRISÓSTOMO, V. L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46, 80–94.
- LOSS, L. (2004). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos. 2004. 142 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (Fucepe), Vitória.
- LOSS, L., & NETO, A. S. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: Estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Financeira*, 52-66.
- LOW, S.-W., GLORFELD, L., HEARTH, D., & RIMBEY, J. N. (2001). The link between bank monitoring and corporate dividend policy: The case of dividend omissions. *Journal of Banking & Finance*, 25, 2069 - 2087.
- MÁLAGA, Flávio K. (2012). Análise de Demonstrativos Financeiros e da Performance Empresarial. São Paulo: Saint Paul.
- MARQUES, V. A., ALVES, R. F. C., AMARAL, H. F., SOUZA, A. A. (2015). Relação entre níveis de governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, ISSN 2318-1001, João Pessoa, v. 3, n. 2, p. 4-26.
- MARTINS, A. L., & FAMÁ, R. (2012). O que revelam os estudos no Brasil sobre política de dividendos? *RAE*, 52, 24-39.
- MAURY, C. B., & PAJUSTE, A. (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 15 - 45.

- McCLUSKEY, Thomas, BURTON, Bruce, POWER, David (2007). Evidence on Irish financial directors' views about dividends *Qualitative Research in Accounting & Management* Vol. 4 No. 2, pp. 115-132
- MELO, Flávio José, FONSECA, Marcos Wagner. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v.12, n. 27, p. 137-164. set./dez. 2015.
- MILEVA, E. (2009). Using Arellano – Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata. *Tutorial with Examples using Stata 9.0 - (xtabond and xtabond2)*.
- MILI, Medhi, SAHUT, Jean-Michel, TEULON, Frédéric (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging markets during financial crises? *Journal of applied accounting research*, 2017, vol. 18, no 3, pp. 274-297.
- MILLER, M. H., & MODIGLIANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 29.
- MITTON, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 18.
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of finance*, pp. 575-592.
- NENOVA, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325 - 351.
- NOVIS, J. A., & SAITO, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *R.Adm.*, 38, 135-143.
- OFFICER, M.S. (2007). Dividend policy, dividend initiations, and governance. Working paper, University of Southern California.
- PÁL, R.; KOZHAN, R. Firms' Investment under Financial Constraints: A Euro Area Investigation. *Applied Financial Economics*, v. 19, n. 20, p. 1611-1624, 2009.
- PEASNELL, K. V., POPE, P. F., & YOUNG, S. (2003). Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors. *European Financial Management*, 9, 231 - 250.
- PINDYCK, R. S., & RUBINFELD, D. L. (2004). *Econometria: modelos & previsões* (4^o ed.). Rio de Janeiro, RJ, Br: Elsevier.
- PROCIANOY, Jairo L (2006). A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, Gyorgy; LEAL, Ricardo (org.). *Gestão de Investimentos e Fundos*, Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. p.139- 164.
- PROCIANOY, J. L., & VERDI, R. d. (2003). O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os investidores são irracionais? *Revista Brasileira de Finanças*, 1, pp.217–242.
- QUIRÓS, Dannie Delanoy Carr, SOUSA, Victor Hugo Teodoro Ferreira de, PEREIRA, Vinícius Silva (2017). Efeitos da governança corporativa sobre a distribuição de dividendos de empresas brasileiras internacionalizadas e não internacionalizadas no mercado de capitais. XX Semead – Seminário em administração. ISSN 2177 – 3866.

- RABELO, Gleycianne B., PONTE, Vera M. R., VIANA JÚNIOR, Dante B. C., DOMINGOS, Sylvia R. M (2017). A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 13, n. 3, p. 162-182.
- RAJAN, R., & ZINGALES, L. (1995). What do we know about capital structure? Some Evidence from International data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- RIBEIRO, M. A., FILHO, J. M. D., JÚNIOR, C. V. O. C., ALMEIDA, C. S. L., SANTOS, E. B (2013). Um Estudo sobre a Associação Entre Práticas de Governança Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil. Simpósio de excelência em gestão e tecnologia. Gestão e tecnologia para a competitividade.
- ROBINSON, Justin (2006). Dividend policy among publicly listed firms in Barbados. *Journal of eastern Caribbean Studies*. Vol. 31, No. 1, pp. 1-36.
- ROODMAN, D. (2009). How to Do xtabond2: An Introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. *Center for Global Development*.
- ROSS, S. A. (1977). The determination of financial structure; the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol 8, Nº 1 (spring, 1977), pp. 23-40.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., & JAFFE, J. F. (2002). *Administração Financeira: Corporate Finance* (2º ed.). São Paulo, SP: Atlas.
- ROZEFF, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- SANTI, Andréia Sgarbossa (2014). Planejamento tributário: distribuição de dividendos x remuneração do capital próprio. Monografia. Universidade de Passo Fundo. Casca.
- SANTOS, Odilanei M., RESENDE, Marcio de A. MARQUES, José A. (2005). Dividendos e juros sobre o capital próprio no setor petrolífero brasileiro. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. Vol. 3 - nº 2, jul/dez. 2005 p. 47-58.
- SAMPIERI, R. H., COLLADO, C. F., & LUCIO, P. B. (2006). *Metodologia de pesquisa* (3º ed.). São Paulo, SP: McGraw-Hill.
- SARGAN, J. (1958) The Estimation of Economic Relationships Using Instrumental Variables. *Econometrica*, 26, 393-415. <http://dx.doi.org/10.2307/1907619>.
- SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52, 737 - 783.
- SILVA, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP-Revista de Administração*, v. 39, n. 4, p. 348-361.
- SILVA, Alexandre Oliveira, DANTAS, José Alves (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, ISSN 2238-5320, UNEB, Salvador, v. 5, n. 4, p. 43-63.

SILVA, Júlio Cesar G. e BRITO, Ricardo D. (2005). Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida no Brasil. *Est. Econômico*, São Paulo, V. 35, N. 1, Pag. 37 – 79.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli (2006). *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo. Saint Paul Editora.

SHORT, H., ZHANG, H., & KEASEY, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 105–122.

SMITH, Deborah Drummond, PENNATHUR, Anita K., MARCINIAK, Marek R. (2017). Why do CEOs agree to the discipline of dividends? *International Review of Financial Analysis*, 38-48.

SOUZA, D. H. O., PEIXOTO, F. M., SANTOS, M. A. (2016). Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: Um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting* ISSN 1983-8611 São Paulo v.9, n.1 p. 058 - 079.

STEVENSON, W. J. (1981). *Estatística aplicada à administração*. São Paulo, São Paulo, Brasil: Harpew & Row do Brasil.

TERRA, P., ZAGONEL, T. (2013). Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil. In: Encontro da ANPAD, 37. Rio de Janeiro. Disponível em <<http://hdl.handle.net/10183/72819>>.

VIANA JÚNIOR, D. B. C., PONTE, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25-44.

VIEIRA, C. (2013). *Vejam as 10 ações que mais pagam dividendos; papel é bom para se aposentar*. Reportagem de 20/08/2013 da Uol Economia Finanças Pessoal, Compliance Comunicação Empresarial, <http://economia.uol.com.br/financas-pessoais/noticias/redacao/2013/08/20/veja-as-10-acoes-que-mais-pagaram-dividendos-papel-e-bom-para-se-aposentar.htm>.

VON EIJE, H., GOYAL, A., MUCKLEY, C. B. (2017). Flexible firm-level dividends in Latin America. *Finance Research Letters*, 23, 133-136.

ZANON, André Ricardo Moncaio, ARAUJO, Clésio Gomes, NUNES, André (2017). Influência da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, ISSN 2238 - 5320, UNEB, Salvador, v. 7, n. 3, p. 326-339.

WATTS, Ross (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, vol. 46, issue 2, 191-211

WAUD, R. (1966). Small Sample Bias due to Misspecification in the “Partial Adjustment” and “Adapted Expectations” Models. *Journal of the American Statistical Association*, v. 61, n. 316, p. 134–145.

WEI, Z., WU, S., LI, C., & CHEN, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 18.

WILTGEN, J. (2013). *As ações que mais elevaram ou cortaram dividendos em 2013*. <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/acoes/noticias/as-acoes-que-mais-elevaram-ou-cortaram-dividendos-em-2013>. Exame.com.

WINSOR, C. P. (1946). Which Regression? *Biometrics Bulletin*, 101-109.

WOOLDRIDGE, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2^a ed.). Massachusetts.

YONG HA, Chang, JOONG IM, Hyun, KANG, Ya (2017). Sticky dividends: A new explanation. *Finance Research Letters*

8 ANEXOS

8.1 Modelos de avaliações de Governança de pesquisas anteriores

Anexo 1 - Avaliação da Governança por Gompers, Ishii e Metrick, 2003

<i>Delay hostile bidders (Defesa contra aquisições hostis)</i>	Definição
<i>Blank check</i> (Cheque em branco - Tipo especial de ações preferenciais)	Ações preferenciais que os diretores de conselhos têm ampla autoridade para determinar voto, dividendos, conversões e outros direitos. Método usado pelas empresas para simplificar o processo de criação de novas classes de ações preferenciais para levantar fundos adicionais de investidores sofisticados, sem obter a aprovação separada dos acionistas.
<i>Classified board</i> (Conselho classificado)	Estrutura para um conselho de administração que alguns conselheiros cumprem prazos de duração distintos. Conforme a classificação os conselheiros cumprem prazos entre um e oito anos, com prazos mais longos geralmente concedidos a cargos mais altos do conselho.
<i>Special meeting</i> (Reunião extraordinária)	Suporte para os acionistas para convocação de reunião especial. No contexto da Governança Corporativa algumas limitações podem aumentar o nível de suporte aos acionistas, necessários para convocar uma reunião especial além das previstas legalmente.
<i>Written consente</i> (Permissão por escrito)	Trata-se de um consentimento por escrito que aufere determinados direitos aos acionistas, mas sempre com respaldo legal. Limitação de ação por permissão formal
<i>Director/office Protection (Proteção de executivos)</i>	
<i>Compensation plans</i> (Plano de Compensação)	Permite um incentivo ao participante quando a empresa muda de controle.
<i>Contracts</i> (Contratos)	Lei que permite indenizações de diretores conforme estatuto e outros códigos de governança, devido a julgamentos de ações pertinentes de suas condutas.
<i>Golden parachutes</i> (Paraquedas de ouro)	Contratos de indenização que proporcionam generosos benefícios aos executivos e membros do conselho em caso de rescisão, rebaixamento ou renúncia após um mudança no controle ou outra contingência. Muitas vezes adotados para desencorajar aquisições indesejadas)
<i>Indemnification</i> (Indenização)	Indenizações de diretores conforme estatuto e outros códigos de governança, devido a julgamentos de ações pertinentes de suas condutas.
<i>Liability</i> (Responsabilidades)	Limitações das responsabilidades da alta direção.
<i>Severance</i> (Separação)	Contrato de demissão executiva.
<i>Voting rights (Direito de Voto)</i>	
<i>Bylaws</i> (Estatuto)	Limitações para emenda do estatuto.
<i>Charter</i> (Carta)	Limitações para emenda de outras leis.
<i>Cumulative voting</i> (Voto cumulativo)	Permite o acionista alocar o seu total de votos de várias maneiras desejadas. Esta prática ajuda minoritários a eleger diretores do conselho.
<i>Secret ballot</i> (Voto secreto)	Também denominado voto secreto. Tem a função de eliminar conflitos de interesse
<i>Supermajority</i> (Maioria)	Maioria é requerida para aprovação de fusões ou outras combinações relevantes de negócios
<i>Unequal voting</i> (Votação desigual)	Limita o direito de voto de alguns acionistas (que mantiveram ações por muito tempo ou excederam certo limite de propriedade) e expande o direito de votos para outros.
<i>Other takeover defenses (Outras defesas de aquisições)</i>	
<i>Antigreenmail</i> (Restrições à	O greenmail se refere a uma transação entre um acionista relevante e uma

determinada prática de aquisição de ações)	empresa. Nesta transação o acionista concorda em vender suas ações de volta para empresa, sob a promessa de não buscar o controle da empresa por um período de tempo. Antigreenmail contrapõe-se a essas transações.
<i>Directors' duties</i> (Deveres dos diretores)	Permite os diretores considerar outros envolvidos como empregados, fornecedores e outros em operações de fusões.
<i>Fair price</i> (Preço justo)	Limita a margem de preço que o licitante pode pagar.
<i>Pension parachutes</i> (Para quedas/Proteção relacionada ao fundo de pensão)	Previne que um adquirente use o excedente de caixa do fundo de pensão para financiar uma aquisição
<i>Poison pill</i> (Pílula de veneno)	Prover seus detentores com direitos especiais em casos de oferta de ações impositivas. Instrumento para desencorajar aquisições indesejadas.
<i>Silver parachutes</i> (Para quedas/proteção de prata)	Fornece indenizações sobre uma mudança de controle da direção.
State laws (Estado de direito)	
<i>Antigreenmail law</i> (Restrições a determinada prática de aquisição de ações)	Lei que se contrapõe às transações entre os acionistas com elevadas participações e a empresa.
<i>Business combination law</i> (Lei/acordo de negociação)	Impõe uma moratória em certos tipos de transações (venda de ativos, fusões, etc) entre o acionista com grande propriedade e a empresa.
<i>Cash-out law</i> (Lei de saque)	Habilita o acionista a vender suas ações ao maior preço praticado pelo mercado recentemente.
<i>Directors' duties law</i> (Lei de deveres dos diretores)	Lei que permite que os diretores considerem outros envolvidos como empregados, fornecedores e outros em operações de fusões.
<i>Fair price law</i> (Lei do preço justo)	Lei que limita a margem de preço que o licitante pode pagar.
<i>Control share acquisition law</i> (Lei de controle de aquisição)	Lei que exige a maioria de votos se um novo acionista com direito a voto está habilitado.

FONTE: Dados da pesquisa

Anexo 2 - Avaliação da Governança por Bebchuk, Colien e Ferrel, 2009

E index provisions	Definição
<i>Staggered board</i> (Conselho com prazo de mandato escalonado)	Os diretores do conselho são divididos em classes e são eleitos para um mandato.
<i>Limitation on amending bylaws</i> (Limitações para alteração do estatuto)	Limitação sobre a capacidade do acionista, por voto majoritário, de alterar o estatuto.
<i>Limitation on amending the charter</i> (Limitação para alteração do regimento)	Limitação sobre a capacidade do acionista, por voto majoritário, de alterar o regimento.
<i>Supermajority to approve a merger</i> (Supermaioria para aprovação de fusão)	Definição de quórum acima da maioria para os acionistas aprovarem fusões.
<i>Golden parachute</i> (Paraquedas de ouro)	Contratos de indenização que proporcionam benefícios aos executivos e membros do conselho em caso de rescisão, rebaixamento ou renúncia após uma mudança no controle ou outra contingência.
<i>Poison pill</i> (Pílula de veneno)	Prover seus detentores com direitos especiais em casos de oferta de ações impositivas.
O index provisions	
<i>Limitation on special meeting</i> (Limitação para convocação de reunião)	Termo que limita a capacidade dos acionistas de convocar reunião especial, em vez de esperar pela assembléia de acionistas programada regularmente.
<i>Limitation on written consent</i> (Limitação para estabelecimento de acordo escrito)	Termo que limita a capacidade dos acionistas de realizar acordos, em vez de esperar pela assembléia de acionistas programada regularmente.
<i>Elimination of cumulative voting</i> (Eliminação de votação acumulativa)	Restrição da capacidade dos acionistas de distribuir seus votos numa eleição.
<i>Secret ballot</i> (Voto secreto)	Também denominado voto secreto. Tem a função de eliminar conflitos de interesse
<i>Director indemnification</i> (Indenização de diretor)	Um regulamento ou cláusula estatutária que indenize os funcionários e diretores contra determinadas despesas e julgamentos judiciais em decorrência de suas condutas.
<i>Director indemnification contract</i> (Contrato de indenização de diretor)	Garantias aos diretores de indenizações contra determinadas despesas e sentenças judiciais em decorrência de suas condutas.
<i>Limited director liability</i>	Limitações da responsabilidade pessoal de seus diretores.
<i>Compensation plan</i> (Plano de compensações)	Permite um incentivo ao participante quando a empresa muda de controle.
<i>Severance agreement</i> (Agrupamento de separação)	Proteção de renda aos executivos em eventos de perdas de posições.
<i>Unequal voting rights</i> (Direito de votos desiguais)	O poder de voto muda baseado em certas condições.
<i>Blank check preferred stock</i> (Cheque em branco - Tipo especial de ações preferenciais)	Dá ao conselho a autonomia de estabelecer o direito de voto, dividendos e outros direitos das ações quando emitidas.
<i>Fair price requirements</i> (Requisitos de preços justos)	Exigência de que um licitante pague a todos os acionistas um “preço justo”, ou seja o preço mais alto pago por um licitante antes de uma oferta pública ser feita.
<i>Cash-out law</i> (Lei de saque)	Habilita o acionista a vender suas ações ao maior preço praticado pelo mercado recentemente.
<i>Director duties</i> (Deveres de diretores)	Lei que permite que os diretores considerem outros envolvidos como empregados, fornecedores e outros em operações de fusões.
<i>Business combination law</i> (Lei de acordo de negócios)	Impõe uma moratória em certos tipos de transações (venda de ativos, fusões, etc) entre o acionista com grande propriedade e a empresa.
<i>Antigreenmail provision</i> (Restrições à determinada prática de aquisição)	Termo que impede uma entidade de adquirir um bloco de ações em uma empresa e vendê-lo de volta à empresa a um preço acima do mercado.

de ações)	
<i>Pension parachute</i> (Para quedas/Proteção relacionada ao fundo de pensão)	Previne que um adquirente use o excedente de caixa do fundo de pensão para financiar uma aquisição
<i>Silver parachute</i> (Para quedas/proteção de prata)	Fornecer indenizações sobre uma mudança de controle da direção.

Anexo 3 - Avaliação da Governança por Brandão e Crisóstomo, 2015

Acionistas	Descrição
Direito de voto	Direito a voto de cada classe de ações (0 – sem direito; 0,5 – restrito; 1 – pleno) multiplicado pelo percentual de ações de cada classe (%ON x DVON) + (%PN x DVPN)
<i>Tagalong</i>	Percentual de <i>tagalong</i> multiplicado pelo percentual de ações de cada classe em relação ao total: (%ON x TAON) + (%PN x TAPN)
Participação em assembleia	Prazo mínimo de convocação para a AGO de 30 dias (0,25 – sim; 0 – não) Transmissão eletrônica da AGO (0,25 – sim; 0 – não) Disponibilização de meios de comunicação entre empresa e acionistas sobre as pautas da AGO via internet (0,25 – sim; 0 – não) Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia (0,25 – sim; 0 – não)
Ações	
Ações ordinárias	Percentual de ações ordinárias emitidas pela companhia (ações ordinárias / total de ações)
<i>Freefloat</i>	Percentual de ações em circulação (ações em circulação / total de ações)
Estrutura do conselho de administração	
Tamanho	O CA da companhia é composto por 5 a 11 membros efetivos (1 – sim; 0 – não)
Comitê de assessoramento	Comitê de auditoria ou similar (0,33 – sim; 0 – não) Comitê de remuneração ou similar (0,33 – sim; 0 – não) Comitê de governança corporativa ou similar (0,33 – sim; 0 – não)
Práticas do conselho de administração	
Mandato	Prazo de mandato do CA: um ano (1), dois anos (0,5) ou três anos (0)
Avaliação	Mecanismos de avaliação do CA ou de seus membros (1 – sim; 0 – não)
Remuneração variável	O CA não percebe parte da remuneração variável atrelada aos resultados da companhia (1 – sim; 0 – não)
Composição do conselho de administração	
Segregação entre CEO e <i>Chairman</i>	Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente (1 – sim; 0 – não)
Membros externos	Percentual de conselheiros efetivos que pertencem apenas ao CA (conselheiros externos / total de conselheiros)
Membros independentes	Percentual de conselheiros efetivos declarados independentes (conselheiros independentes / total de conselheiros)
Membros minoritários	Percentual de conselheiros efetivos que não foram indicados pelo controlador (conselheiros minoritários / total de conselheiros)
Diretoria executiva	
Remuneração variável	A DE percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da companhia (1 – sim; 0 – não)
<i>Stock option</i>	A companhia tem plano de remuneração baseada em ações para diretores (1 – sim; 0 – não)
Mandato	Prazo de mandato da DE: um ano (1), dois anos (0,5) ou três anos (0)
Avaliação	Mecanismos de avaliação da DE ou de seus membros (1 – sim; 0 – não)
<i>Disclosure</i>	
Qualidade da informação contábil	Pontualidade na entrega dos relatórios contábeis à CVM (0,33 – sim; 0 – não) Não ter sido notificada pela CVM para refazer algum de seus relatórios (0,33 – sim; 0 – não) Parecer da Auditoria Independente sem ressalva (0,33 – sim; 0 – não)

<i>Disclousure</i> voluntário	A companhia publica em seu website relatório de sustentabilidade ou similar (0,5 – sim; 0 – não) A companhia divulga projeções acerca do seu desempenho futuro (0,25 – sim; 0 – não) A companhia divulga indicadores de desempenho não contábeis (0,25 – sim; 0 – não)
Conselho fiscal	
Instalação	O CF está instalado: De forma permanente (1); instalado no exercício e não permanente (0,5); Não instalado no exercício (0)
Remuneração	Os membros do CF não recebem remuneração variável (0,5 – sim; 0 – não) A companhia não tem plano de remuneração baseada em ações para membros do CF (0,5 – sim; 0 – não)
Membros minoritários	Percentual de membros do CF indicado por minoritários ou preferencialistas (conselheiros minoritários / total de conselheiros)

FONTE: Dados da pesquisa

8.2 Avaliação de Governança desta pesquisa

Anexo 4 - Avaliação de Governança esta pesquisa

CATEGORIA DIMENSÃO	ITEM ANALISADO	ESCALA	PRÁTICA DE GOVERNANÇA (MENSURAÇÃO)	PONTUAÇÃO MAX	SOMA GRUPO	SOMA GRUPO N ITENS	PROP GRUPO
AÇÕES PROPRIEDADE	Direito de voto	Percentual	Direito a voto de cada classe de ações (0 - sem direito; 0,5 - restrito; 1 - pleno) de ações de cada classe	1			
	<i>Tagalong</i>	Percentual	Percentual de <i>tagalong</i> de ações de cada classe	1			
	<i>Freefloat</i>	Percentual	Percentual de ações em circulação (ações em circulação / total de ações)	1			
	Proporção de ações com voto	Percentual	Percentual de ações ON	1	4	1	0,14
ASSEMBLEIA GERAL ORDINARIA	Convocação antecipada		Dias de antecedência da convocação / 30 dias	0,25			
			Disponibilização de meios de comunicação entre empresa e acionistas sobre as pautas da AGO via internet (0,25 – sim; 0 – não)	0,25			
			Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia (0,25 – sim; 0 – não)	0,25			
			Transmissão eletrônica da AGO (0,25 – sim; 0 – não)	0,25	1	0,25	0,03
do Conselho de Administr	Remuneração variável CADM	Binária	O CA não percebe parte da remuneração variável atrelada aos resultados da companhia (1 - sim; 0 - não)	1			

	Avaliação CADM	Binária	Mecanismos de avaliação do CA ou de seus membros (1 - sim; 0 - não)	1			
	Mandato CADM	Discreta	Prazo de mandato do CA: até dois anos (1), superior a dois anos (0)	1			
	Comitês CADM		Auditoria (1 - sim; 0 - não); PESSOAS_NOMEACAO/REMUNERACÃO (1 sim; 0 não); outros (1 sim; 0 não)	1			
	Tamanho do conselho		Entre 5 e 11 membros (1 - sim; 0 - não)	1	5	1	0,17
Composição do Conselho de Administração	Membros externos CADM	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos que pertencem apenas ao CA (conselheiros externos / total de conselheiros)	1			
	Segregação entre CEO e Chairman	Binária	Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente (1 - sim; 0 - não)	1			
	Membros independentes CADM	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos declarados independentes (conselheiros independentes / total de conselheiros)	1			
	Membros minoritários CADM	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos que não foram indicados pelo controlador (conselheiros minoritários / total de conselheiros)	1			
	Suplência CADM		Tem suplente (1 - não; 0 - sim)	1			
	Mulheres no CADM		Proporção de Mulheres no CADM	1	6	0,85	0,21
FISCALIZACÃO (CF E CAUD)	Instalação CF	Discreta	O CF está instalado: De forma permanente (1); instalado no exercício e não permanente (0,5); não instalado no exercício (0)	1			

	Comitê de Auditoria		1-sim; 0-não	1			
	Proporção de Representação de Minoritários no CF		Percentual de membros do CF indicados por minoritários ou preferencialistas (N membros minoritários CF / total de minoritários CF)	1			
	Proporção Membros Independentes CAUD		Percentual de membros do CAUD que são independentes (N membros independentes CAUD / total de membros CAUD)	1	4	1	0,14
PRÁTICAS DA DIRETORIA	Remuneração variável DE	Binária	A DE percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da companhia (1 - sim; 0 - não)	1			
	Stock options DE	Binária	A companhia tem plano de remuneração baseada em ações para diretores (1 - sim; 0 - não)	1			
	Mandato DE	Discreta	Prazo de mandato da DE: ATÉ dois anos (1); MAIS DE DOIS anos (0)	1			
	Avaliação DE	Binária	Mecanismos de avaliação da DE ou de seus membros (1 - sim; 0 - não)	1			
	Proporção de Mulheres de		Percentual de membros mulheres da DE (N mulheres membros da DE / total de membros DE)	1	5	1	0,17
TRANSPARENCIA/DISCLOSURE	Disclosure voluntário		A companhia publica em seu website relatório de sustentabilidade ou similar (0,5 - sim; 0 - não)	0,5			
			A companhia divulga indicadores de desempenho não contábeis (0,2 - sim; 0 - não)	0,25			
			A companhia divulga projeções acerca do seu desempenho futuro (0,2 - sim; 0 - não)	0,25	1	0,66	0,03

	Divulgação de políticas	A companhia tem código de conduta (0,05 - sim; 0 - não)	0,2			
		A companhia tem gerenciamento de risco (0,05 - sim; 0 - não)	0,2			
		Partes relacionadas	0,2			
		Negociação de valores	0,2			
		Divulgação	0,2	1	0,2	0,03
	Mediação e arbitragem	Estatuto da companhia possui cláusula compromissória para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem (1 – sim; 0 – não)	1	1	1	0,03
			28	28	6,97	1

FONTE: Dados da pesquisa

8.3 Pesquisas brasileiras com aplicações de questionários

Anexo 5 - Questionário de Araújo (1996)

II. A INSTITUIÇÃO COMO INVESTIDORA:

6) Para comprar ações de uma determinada empresa, que variável(eis) vocês levam em consideração? Em caso de mais de uma, indicar em ordem decrescente de importância.

- A situação do setor de atuação da empresa.
- As outras oportunidades de investimentos disponíveis para a sua empresa.
- Se a empresa costuma pagar dividendos freqüentemente.
- O valor dos dividendos pagos.
- O índice P/L (preço/lucro) das ações.
- Outros. (especificar)

7) Para a definição da distribuição ou não de dividendos, que variável(eis) você acha que a empresa na qual você está investindo deve levar em consideração? Em caso de mais de uma, indicar em ordem decrescente de importância.

- A posição da empresa em termos de liquidez
- A avaliação das oportunidades de investimento disponíveis para a empresa.
- As outras oportunidades de investimento dos acionistas.
- A "pressa" dos investidores em receber os dividendos.
- A posição dos acionistas em face do IR, devido às diferenças de tributação entre dividendos e ganhos de capital
- Outras. (especificar)

8) Vocês, como acionistas, preferem que a empresa na qual estão investindo:

- distribua aos acionistas um percentual constante dos seus resultados em cada período (*payout* constante).
- distribua aos acionistas um valor fixo em dinheiro a cada período.
- fixe um valor baixo em dinheiro para ser distribuído, que é complementado por um dividendo adicional apenas quando os resultados apurados pela empresa forem mais altos do que o normal
- Outro(s). (especificar)

9) Vocês são favoráveis à prática de bonificações pelas empresas na qual estão investindo?

Sim

Não

10) Caso a resposta da questão anterior tenha sido SIM, as bonificações devem ser freqüentes?

Sim

Não

Indiferente

11) Vocês, como acionistas:

São indiferentes quanto às diferenças de tributação em relação aos dividendos e aos ganhos de capital, já que é possível fazer outros investimentos que compensem estas diferenças tributárias.

Preferem receber dividendos ou ganhos de capital de acordo com o que for menos tributado.

12) Vocês preferem que a empresa faça bons investimentos e só vão querer receber dividendos quando não houver mais investimentos interessantes para a empresa na qual estão investindo?

Sim

Não

13) Vocês confiam mais em ações de empresas que apresentam menor oscilação na política de dividendos?

Sim

Não

14) Com o Plano Real e a estabilidade da moeda, os dividendos passaram a ser mais atraentes do que eram anteriormente?

Sim

Não.

15) Vocês consideram que, para a maximização da riqueza de vocês, como acionistas, o estabelecimento de uma política de dividendos adequada por parte da empresa na qual estão investindo é:

De máxima importância.

Importante.

Pouco importante.

Sem importância.

Anexo 6 - Questionário de Ambrozini (2011)

Qual o grau de importância desses fatores na decisão de destinação dos lucros?

01 Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

02 Estatuto social da companhia.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

03 Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

04 Orçamento para o próximo exercício social.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

05 Novas oportunidades de investimentos futuros.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

06 Expectativa de lucros futuros.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

07 Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

08 Efeito da inflação na formação do lucro contábil.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

09 Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

10 Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

11 Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

12 Grau de consolidação da empresa no seu setor.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

13 Grau de estabilidade dos lucros da empresa.

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

14 Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

15 Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

16 Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

17 Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

18 Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

19 Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

20 Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Fator não considerado | Baixa importância | Nem importante nem sem importância | Relativamente importante | Muito importante |

Além dos fatores acima relacionados, existe(m) algum(ns) outro(s) fator(es) levado(s) em consideração na decisão de destinação do lucro da empresa?

- Não, todos os fatores analisados pela empresa estão descritos acima.
- Sim, existem outros fatores, a saber:

Com relação aos fatores levados em consideração pela empresa na decisão de destinação dos lucros, responda:

- Os fatores são considerados simultaneamente na decisão de distribuição de lucros.
- Há um ordenamento (ranqueamento) dos fatores em ordem de importância, sendo considerados prioritariamente os mais relevantes.

Qual(is) a(s) forma(s) de distribuição de lucros tem sido utilizada pela empresa ultimamente? Havendo mais de uma opção, basta assinalar no quadro.

- Dividendos.
- Juros sobre capital próprio.
- Recompra de ações.
- Dividendos na forma de bonificações em ações.

Qual a periodicidade de distribuição de lucros utilizada normalmente pela empresa?

- Mensal. Semestral. Anual. Outra:

Por fim, qual o cargo/função do respondente do questionário?

Resposta: _____

Anexo 7 - Questionário de Santi (2014)

1. Os responsáveis pela tomada de decisão na empresa (Proprietários, Diretores, Gerentes) sabem o que é JCP?

sim não não sabe/não respondeu

2. A empresa está atenta à possibilidade de usar o JCP como ferramenta de planejamento tributário?

sim não não sabe/não respondeu

3. Como você classifica o seu nível de conhecimento relacionado ao tema Juros Sobre o Capital Próprio?

Conhece plenamente Conhece parcialmente Conhece pouco

4. Sua empresa tem utilizado o limite legal (50% do lucro do exercício ou lucros acumulados) para pagar os JCP? (caso a resposta seja negativa siga para a questão nº 11).

sim não não sabe/não respondeu

5. Sua empresa entende que tem vantagens fiscais por pagar JCP?

sim não não sabe/não respondeu

6. Sua empresa tem compensado os valores pagos a títulos de JCP com dividendos?

sim não não sabe/não respondeu

7. A principal razão do uso do JCP pelo contador/gestor da sua empresa refere-se à possibilidade de redução dos tributos sobre o lucro (IRPJ e CSL)?

sim não não sabe/não respondeu

8. A principal razão do uso do JCP pelo contador/gestor da sua empresa refere-se à remuneração dos sócios e ou acionistas?

sim não não sabe/não respondeu

9. O contador/gestor conhece as variáveis que determinam o montante a ser pago a título de JCP, quais sejam: base de cálculo (patrimônio líquido) e taxa aplicável (TJLP)?

sim não não sabe/não respondeu

10. O contador/gestor conhece as variáveis tributárias que determinam os efeitos decorrentes da distribuição do JCP, quais sejam os efeitos fiscais na fonte pagadora e no beneficiário?

sim não não sabe/não respondeu

As questões de nº 11 a 13 somente devem ser respondidas por quem afirmou não utilizar o planejamento tributário através do JCP.

11) O não uso do JCP pela empresa, que poderiam auferir vantagens com seu pagamento, decorre da falta de conhecimento?

sim não não sabe/não respondeu

12) O não uso do JCP pela empresa, que poderiam auferir vantagens com seu pagamento, decorre de falta de interesse de seus sócios em receber tal remuneração. Por ex. (não há consenso quanto a sua destinação (capitalização ou distribuição)?

sim não não sabe/não respondeu

13) O não uso do JCP pela empresa, que poderiam auferir vantagens com seu pagamento, decorre de crença de que seu pagamento atrairá a atenção de fiscais da SRF?

sim não não sabe/não respondeu

14) O contador/gestor da sua empresa adota mecanismos para evitar a incidência do PIS e da COFINS, considerando a receita de JCP como dividendos ou resultados de equivalência patrimonial?

sim não não sabe/não respondeu

DADOS CLASSIFICATÓRIOS DOS RESPONDENTES:

Informe seu cargo atual na empresa, ou aquele que mais se aproxima do seu atual:

Diretor Gerente Controller Contador Administrador

Anexo 8 – Questionário de Fernandez (2017)

1. Data : _____
2. Idade: 25 a 35 anos 35 a 45 anos 45 a 60 anos mais de 60 anos
3. Gênero: Masculino Feminino
4. Experiência: 0 a 2 anos 2 a 5 anos mais de 5 anos
5. Ocupação: Estudante Analista Gerente
 Diretor Empresário Outro
Se for estudante, o que está estudando? _____
6. Têm conhecimento sobre o benefício tributário do dividendo no Brasil?
Sim Não
7. Concorda com a política tributária de dividendo em vigor (onde 1 não concordo e 5 concordo plenamente)?

1	2	3	4	5
8. Tomou decisão de investimento tendo como base o benefício tributário?
Sim Não
9. Nas questões abaixo marcar a opção de sua preferência (onde 1 não concordo e 5 concordo plenamente).

		1	2	3	4	5
a	A dedutibilidade de dividendos ajuda a atrair o investimento estrangeiro no país					
b	Os investidores estrangeiros são atraídos pela atual política de dedutibilidade de dividendos no Brasil					
c	A política de dividendos é uma boa prática para a sociedade brasileira					
d	A política de dividendos é praticada por pequena parcela de empresas na sociedade brasileira					
e	A política de dedutibilidade de dividendos deve ser usada como ferramenta de planejamento tributário					
f	Abandonar a política atual de dedutibilidade de dividendos é bom para a economia brasileira					
g	É mais vantajoso investir diretamente nas empresas (alto risco & alto retorno) do que investir em produtos bancários (baixo risco & baixo retorno)					
h	A distribuição de dividendos reduz significativamente a arrecadação do governo					
i	A política de dividendos contribui para a tendência de os funcionários tornarem-se sócios nas empresas Ltda.					
j	A política de dividendos atual contribui para a captação de financiamento externo nas empresas Ltda.					
k	Com mais transparência e divulgação sobre o tema, as pessoas comuns iriam investir em empresas Ltda.					

- 10** Adota ou já adotou a dedutibilidade de dividendos no seu negócio? Sim Não
Por que?

- 11** Aconselharia um amigo ou cliente para investir em um negócio que distribui dividendos?
Por que?

- 12** Na sua opinião, caso exista, qual é o problema da política de dedutibilidade de dividendos no Brasil?

8.4 Pesquisas internacionais com aplicações de questionários

Anexo 9 – Questionário de Lasfer (1997)

<i>Question: How important are the following when deciding to issue scrip dividends?</i>	Scrip-paying firms			Non-scrip-paying firms			χ^2
	Agree	Disagree	No opinion	Agree	Disagree	No opinion	
1. High current/expected irrecoverable ACT	65.2	32.6	2.2	62.1	10.3	27.6	13.27 (0.00)
2. Dividends paid from foreign earnings	53.5	34.9	11.6	34.5	31	34.5	5.78 (0.05)
3. Lower taxable profit than gross dividends	27.3	61.4	11.4	21.4	53.6	25	2.32 (0.31)
4. Financing requirements higher than cash flow	13.3	77.8	8.9	31	48.3	20.7	6.86 (0.03)
5. Cash not sufficient to cover dividends	22.7	77.3	0	17.2	72.4	10.3	4.86 (0.09)
6. To avoid a rise in borrowing	23.3	72.1	4.7	31	62.1	6.9	0.81 (0.67)
7. To avoid raising equity in the market	16.3	81.4	2.3	27.6	51.7	20.7	9.27 (0.00)
8. To avoid reducing the dividend per share	8.9	88.9	2.2	17.2	51.7	31	15.12 (0.00)
9. Signal future dividend/earning growth	81.4	18.6	0	58.6	37.9	3.4	5.18 (0.07)
10. Lead to a rise in share price	0	88.4	11.6	3.4	55.2	41.4	10.52 (0.00)
11. Convey negative information if stopped	10	80	10	20.7	41.4	37.9	11.29 (0.00)
12. Increase the market value of the firm	14	67.4	18.6	20.7	48.3	31	2.67 (0.26)
13. Make shares more attractive to shareholders	71.7	19.6	8.7	58.6	31	10.3	1.49 (0.47)
14. Increase the number of shareholders	9.3	79.1	11.6	10.3	69	20.7	1.87 (0.55)
15. Increase after tax return of shareholders	25	65.9	9.1	34.5	37.9	27.6	6.68 (0.03)
16. Considerations of our shareholders' income tax liability	59.6	36.2	4.3	38.7	29	32.3	11.39 (0.00)
17. Feeling that scrip dividend is attractive to:							
tax exempt institutions	4.4	86.7	8.9	6.5	67.7	25.8	4.30 (0.12)
corporate investors	20.5	72.7	6.8	19.4	38.7	41.4	14.11 (0.00)
individual investors taxed at the basic rate of income tax	79.5	9.1	11.4	29	22.6	48.4	19.52 (0.00)
individual investors taxed at the higher rate of income tax	68.2	15.9	15.9	32.3	22.6	45.2	10.39 (0.00)
directors and managers	59.5	14.3	26.2	32.3	19.4	48.4	5.51 (0.06)

Segundo painel:

<i>Question: How important are the following when deciding to issue scrip dividends?</i>	Scrip-paying firms			Non-scrip-paying firms			χ^2
	Agree	Disagree	No opinion	Agree	Disagree	No opinion	
18. Shareholders' pressure	65.9	24.4	9.8	51.7	41.4	6.9	2.287 (0.32)
19. Fashion	11.9	83.3	4.8	0	78.6	21.4	7.463 (0.02)
20. Mimicking competitors	7.9	81.6	10.5	3.4	86.2	10.3	0.587 (0.74)
21. Low issuance costs	40.5	52.4	7.1	17.2	62.1	20.7	5.758 (0.06)
22. Loss of clientele	7.7	79.5	12.8	3.4	58.6	37.9	5.99 (0.05)
23. Shareholders' portfolio rebalancing if scrip is stopped	2.5	70	27.5	6.9	44.8	48.3	4.543 (0.10)

Anexo 10 – Questionário de Dong, Robinson e Veld (2005)

Appendix A. The questionnaire

This is the original English version, which we translated into Dutch for the panel.

- 1. Do you currently own stocks of exchange-listed companies (other than investment funds)?*
- 2. Did you own stocks of exchange-listed companies (other than investment funds) during the last three years?*
- 3. Do you currently own stocks of investment funds?*
- 4. Did you own stocks of investment funds during the last three years?*
- 5. Please indicate on the following scale whether you hold some shares in investment funds in addition to holding shares in individual companies directly, because investment funds pay more reliable dividends.*
- 6. Please indicate on the following scale whether you hold shares in investment funds only and no shares in individual companies, because investment funds pay more reliable dividends.*
- 8. An individual investor can get money from shares either by receiving dividends or by selling some of the shares. Both ways require transaction costs. Transaction costs are the costs that the bank or the broker charges you when paying a dividend or selling a share of common stock.*
- 9. Companies that pay little or no dividends have more cash flow left to invest in new growth projects than companies that pay a lot of their income in dividends.*
- 10. Please indicate your opinion on a scale from 1 to 7 on the following statement. Shares that pay relatively higher dividends are less risky*
- 11. The total return on a share of stock consists of the capital gains and the dividend yield. The dividend yield is the dividend expressed as a percentage of the stock price. In a down market, the dividend yield is a more substantial fraction of the total returns than in an up market. Is this a reason for you to invest more in dividend-paying shares in a down market?*
- 12. Do you think that dividend-paying stocks offer more certainty about the companies' future earnings prospects compared to stocks that do not pay dividends?*
- 13. Do you buy dividend-paying stocks because these companies generate real earnings and are less likely to book the books?*

14. *How much of the total dividends that you receive do you use for current consumption purposes?*
15. *How much of the total income that you receive from regular salary (including pension) and social benefits do you use for consumption purposes?*
16. *Would you for consumption purposes sell part of your stocks in a company that has always paid a dividend, if the management of that company would decide not to pay a dividend anymore?*
17. *In economic downturns, fewer good investment projects are available. Would you, for this reason, invest more in dividend-paying stocks in down markets or in economic downturns?*
18. *Do you wish to receive dividends because you believe the company will otherwise invest the money unprofitably?*
19. *Would you like to receive cash dividends if a company would have to issue new shares of common stock in order to be able to afford the dividend payment?*
20. *Would you like to receive cash dividends if a company would have to borrow money in order to be able to afford the dividend payment?*
21. *Do you think that a dividend increase tells you something about the company's future performance?*
22. *Do you think that a dividend decrease tells you something about the company's future performance?*
23. *Suppose a company would stop paying dividends and instead use the money to buy back its own stocks on the market. How would you value such a decision?*
24. *Do you think that a stock repurchase is good because it is a signal that the stock is undervalued?*
25. *Please indicate on the following scale whether you like your stocks to pay dividends or not for tax reasons.*
26. *Please indicate on the following scale whether you used to like stocks to pay dividends or not for tax reasons under the old income tax regime*
27. *Did you submit an income tax form for the year 2001 in order to ask for a reimbursement of the dividend surtax?*
28. *Please indicate on a scale from 1 to 7 whether you think that stock dividends are like cash dividends or whether they are like (small) stock splits. In a stock split a company decides to exchange each share of common stock in a fixed number of new shares.*

29. *Transaction costs are the costs that the bank or broker charges you when paying a dividend or selling shares. Can you please give your opinion on a scale from 1 to 7 on the following statement?*

30. *If you only consider income taxes, do you currently have a preference for stock or for cash dividends?*

31. *If you only consider income taxes, did you use to have a preference for stock or for cash dividends under the old tax regime (prevailing before January 1, 2001)?*

32. *Suppose a company does not have enough cash to pay a dividend. What is your preference in such a case: (1) to receive a stock dividend or (2) not to receive a dividend at all?*

Anexo 11 – Questionário de Robinson (2006)

a) **Relação entre a política de dividendos e o valor da empresa (Relevância da política de dividendos):**

- *A change in dividend policy affects the value of the firm?*
- *A firm's dividend policy affects its cost of capital?*
- *An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price?*
- *A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for shareholders?*

b) **Teoria do pássaro na mão**

- *Investors prefer a certain dividend stream to uncertain price appreciation?*
- *Investors prefer certain, current dividends to possibly higher but riskier future dividends?*

c) **Teoria da sinalização**

- *Investors regard dividend changes as signals about a firm's future prospects?*
- *Investors use dividend announcements as information to assess a firm's stock value?*
- *The market rewards unexpected increases in dividends?*
- *A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing dividend policy?*
- *Dividend increases are ambiguous because they can suggest future growth or lack of investment opportunities?*

d) **Teoria da tributação**

- *A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders?*
- *Investors are attracted to firms that have dividend policies appropriate to that investors?*
- *Investors prefer that a firm retain funds over paying dividends because of the way capital gains are taxed as compared with dividends?*
- *Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets?*

e) **Teoria da agência**

- *Para esta teoria as respostas dos gerentes não ofereceram base para suportá-la.*

Anexo 12 – Questionário de McCluskey, Burton e Power (2007)

1. *Is your company quoted on any stock exchange?*
2. *Has your company ever paid a dividend?*
3. *Does your company pay a dividend every year?*
4. *Has the level of the dividend changed recently?*

Supostas perguntas realizadas, dado o conteúdo de algumas respostas analisadas no artigo:

5. *The firm thinks to change your dividend policy?*
6. *A firm should also base its current dividend decision on last year's figure plus a percentage growth factor?*
7. *An increase in the dividend will lead to an increase in the share price?*

A. Dividend pattern

1. *Dividend changes generally lag behind earnings changes?*
2. *Dividends generally follow a smoother path than earnings?*

B. Dividend process

3. *A firm should set a target dividend payout ratio and periodically adjust its current payout toward the target?*
4. *A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings?*
5. *A firm should avoid increasing its regular dividend if it expects to reverse the dividend decision in a year or so?*
6. *A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments?*
7. *The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios?*

C. Dividend policy and firm value

8. *A change in a firm's cash dividends affects its value?*
9. *A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for its shareholders?*
10. *An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price?*
11. *A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated?*
12. *A firm's dividend policy generally affects its cost of capital?*

D. Residual dividend policy

13. *A firm should view cash dividends as a residual after funding desired investments from earnings?*
14. *A firm's expenditures on new capital investments generally affect its dividend pattern?*

Questões considerando as diversas teorias:

A. Bird-in-the-hand theory

15. *Investors generally prefer cash dividends today to uncertain future price appreciation?*

B. Signaling theory

16. *Investors generally use dividend announcements as information to help assess a firm's stock value?*
17. *Investors generally regard dividend changes as signals about a firm's future prospects?*
18. *A firm's stock price generally rises when the firm unexpectedly increases its dividend?*

19. A firm's stock price generally falls when the firm unexpectedly decreases its dividend?
20. Dividend increases are ambiguous because they can suggest either future growth or a lack of investment opportunities?
21. A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its cash dividend?

C. Tax preference and dividend clientele

22. Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets?
23. Investors generally prefer to invest in firms whose dividend policies complement their particular tax circumstances?

D. Agency theory

24. The payment of dividends forces a firm to seek more external (debt or equity) financing, which subjects the firm to additional investor scrutiny?
25. The payment of dividends encourages a firm's managers to act in the interest of the firm's outside shareholders?

E. Catering theory

26. A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders?

F. Life cycle theory

27. The pattern of cash dividends generally changes over a firm's life cycle?

Anexo 14 - Questionário de Baker et al. (2013)

Panel A: For your firm, do you believe that

- S1. Most of your shareholders prefer a no dividend policy.*
- S2. Your firm's shareholders prefer capital gains to dividends.*
- S3. Your firm is responsive to shareholders' dividend preferences.*
- S4. Paying no dividends positively affects the price of your firm's common stock.*
- S5. Your firm's stock price would increase upon announcing a cash dividend.*
- S6. Paying no dividends serves as a message from management about the future prospects of your firm.*

Panel B: For firms in general, do you believe that the following factors would influence the decision to pay no dividends?

- S7. The majority of the firm's owners have high marginal tax rates.*
- S8. The firm's ownership is heavily concentrated among insiders.*
- S9. The firm has little need to signal its immediate prospects by paying dividends.*
- S10. The firm faces high flotation costs of raising new external capital.*
- S11. The majority of the owners face high transaction costs of selling their stock.*

Appendix 1. Semi-structured guide used for the analyst interviews

- (1) Does dividend news leak to the market in Pakistan prior to formal announcements from companies? If so, how and when?*
- (2) Do dividend and earnings announcements convey separate information? Which is the dominant signal?*
- (3) Does the dividend announcement convey a signal about the future earnings prospects of a firm?*
- (4) Does an increase in dividend usually lead to a rise in share prices?*
- (5) Is a dividend cut perceived as “bad news” which in turn leads to a decrease in share prices?*
- (6) Is the positive impact on share prices due to an increase in dividend less than any negative impact of dividend cuts?*

Appendix 2. Semi-structured guide used for the company official interviews

- (1) Does dividend news leak to the market in Pakistan prior to formal announcements from companies? If so, how and when?*
- (2) Does your company make its dividend and earnings announcements simultaneously?*
- (3) Do these announcements convey separate information? Which is the dominant signal?*
- (4) Does the dividend announcement convey a signal about the future earnings prospects of a firm?*
- (5) Does an increase in dividend usually lead to a rise in share prices?*
- (6) Is a dividend cut perceived as “bad news” which in turn leads to a decrease in share prices?*
- (7) Is the positive impact on share prices due to an increase in dividend less than any negative impact of dividend cuts?*

Panel A. Dividend process

1. *A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments?*
2. *The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios?*
3. *A firm should have a target dividend payout ratio and periodically adjust the payout toward the target?*
4. *A firm should avoid changing its regular dividend if it might have to reverse that change in a year or so because this may create an unfavorable impression among investors about the firm?*
5. *Dividends changes generally follow a shift in long-term sustainable earnings?*

Panel B. Dividend patterns

6. *A firm should strive to maintain steady or modestly growing dividends?*
7. *Dividends generally follow a smoother path than earnings?*

Panel C. Shareholder value and other dividend policy issues

8. *A firm should formulate dividend policy to produce maximum value for its shareholders?*
9. *An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes shareholder value?*
10. *A firm's dividend policy affects its cost of capital?*
11. *A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated?*
12. *A dividend policy that meets shareholder needs may be helpful in defending against a takeover bid?*
13. *Any change in dividend policy is likely to affect firm value?*

Panel D. Residual dividend policy

14. *A firm's new capital investment requirements generally have little effect on modifying its pattern of dividends?*
15. *A firm should view cash dividends as a residual of earnings only after meeting investment needs?*

Considerando as teorias:

Panel A. Bird in the hand theory

16. *Investors prefer certain, current dividends to possibly higher but riskier stock price appreciation?*

17. *Investors prefer a certain dividend stream to uncertain stock price appreciation?*

Panel B. Signaling theory

18. *A firm should consider the trends in dividend policy of its competitors when setting and reviewing its dividend policy?*

19. *Dividend changes provide signals about a firm's future prospects?*

20. *A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its dividend policy?*

21. *A firm's stock price usually falls when it unexpectedly cuts or omits its dividend?*

22. *A firm's stock price usually increases when it unexpectedly increases its dividend or pays a dividend for the first time?*

23. *Dividend increases are ambiguous because they can suggest future growth or lack of investment opportunities?*

Panel C. Agency theory

24. *The payment of dividends forces a firm to seek more external financing, which subjects the firm to scrutiny of investors?*

25. *The payment of dividends serves as a bonding mechanism to encourage managers to act in the interest of outside shareholders?*

26. *Dividends are less important as a corporate monitoring mechanism for investors when companies comply with corporate governance norms?*

Panel D. Taxes and clientele effects

27. *Investors are attracted to Indian firms that have dividend policies appropriate to their particular tax circumstances?*

28. *Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets?*

Panel E. Firm life cycle theory of dividends

29. *The pattern of cash dividends generally changes over a firm's lifecycle?*

Panel F. Catering theory of dividends

30. *A firm should be responsive to dividend preferences of its shareholders?*

Panel G. Financial flexibility

31. *Cash dividends represent a fixed cost that impairs financial flexibility by restricting debt capacity?*

32. Dividend policy decisions are more flexible than financing decisions because by altering dividend policy, the firm can alter the mix of internal and external sources of financing?

Anexo 17 – Questionário de Turquia, Baker e Kilincarslan (2018)

Panel A. For your firm, do you believe that:

- 1. Most of your shareholders prefer a no dividend policy?*
- 2. Your firm's shareholders prefer capital gains to dividends?*
- 3. Your firm is responsive to shareholders' dividend preferences?*
- 4. Paying no dividends positively affects the price of your firm's common stock?*
- 5. Your firm's stock price would increase upon announcing a cash dividend?*
- 6. Paying no dividends serves as a message from management about the future prospects of your firm?*

Panel B. For firms in general, do you believe that the following factors would influence the decisions to pay no dividends?

- 7. The majority of the firm's owners have high marginal tax rates?*
- 8. The firm's ownership is heavily concentrated among insiders such as family managers?*
- 9. The firm has little need to signal its immediate prospect by dividends?*
- 10. The firm faces high flotation costs of raising new external capital?*
- 11. The majority of the owners face high transaction costs of selling their stock?*

8.5 Sugestões de questionários para esta pesquisa

Anexo 18 – Questionário baseado nas pesquisas anteriores nacionais e internacionais

Data:

Cargo do Respondente:

Tempo no exercício do cargo (meses):

I. DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

1. Razão Social:
2. Número de empregados:
3. Capital Social:
4. Faturamento do último ano:
5. Origem do capital:
 - Nacional Privado ()
 - Nacional Estatal ()
 - Internacional ()

II. DADOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA EMPRESA

6. A sua empresa (Teoria da Sinalização e Teoria da Agência) - (Araújo, 1996)

- () Distribui aos acionistas um percentual constante dos seus resultados em cada período (*payout* constante)
- () Distribui aos acionistas um valor fixo em dinheiro a cada período
- () Fixa um valor baixo em dinheiro para ser distribuído, que é complementado por um dividendo adicional apenas quando os resultados apurados pela empresa forem mais altos do que o normal.
- () Outro (s). (Especificar):

-
-
7. Que percentual, em relação ao lucro, sua empresa distribuiu no último ano? (Teoria da Sinalização e Teoria da Agência) - (Araújo, 1996)
- 25%
 - Entre 25% e 50%
 - Mais de 50%
8. A sua empresa distribui ações aos seus acionistas, proporcionalmente à sua participação no capital (bonificações)? (Teoria da Sinalização e Teoria da Agência) - (Araújo, 1996)
- Frequentemente
 - Às vezes
 - Nunca
9. Devem ser evitados aumentos nos dividendos que não possam ser mantidos no futuro? Em caso de mais de uma opção, indicar a ordem decrescente de importância (Teoria da Sinalização, Teoria da Agência e Teoria *Pecking Order*) - (Araújo, 1996)
- Sim, por motivos internos a empresa
 - Sim, para evitar que os acionistas se decepcionem com a empresa no futuro
 - Não, não devem ser evitados
10. Você acredita que a política de dividendos pode afetar o valor de mercado da empresa? (Teoria da relevância, Teoria da Irrelevância e Teoria da Sinalização) - (Araújo, 1996; Lasfer, 1997)
- Sim
 - Não

11. A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings? (Baker, Dutta e Saadi, 2008 – Baseado em Lintner, 1956)

12. A change in dividend policy affects the value of the firm? (Teoria da relevância, Teoria da Irrelevância e Teoria da Sinalização) - (Robinson, 2006; McCluskey, Burton e Power, 2007; Baker, Dutta e Saadi, 2008 - – Baseado em Lintner, 1956)

Sim

Não

13. A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated? (Teoria da relevância, Teoria da Irrelevância, Teoria da Sinalização e Teoria da Agência) – (Baker, Dutta e Saadi, 2008 – Baseado em Lintner, 1956)

Sim

Não

14. Do you think that a dividend increase tells you something about the company's future performance? A dividend increase is an indication that the future performance: (Teoria da Sinalização) - (Dong, Robinson e Veld, 2005)

(1=will deteriorate strongly; 7=will improve strongly; 8=no opinion/don't know)
Please choose 4 if a dividend increase does not tell you anything on the future performance of the company.

15. Para a definição da distribuição de dividendos, que elemento (s) é (são) levado (s) em consideração? Em caso de mais de uma, indicar em ordem decrescente de importância. (Teoria da Sinalização, Teoria da Agência, Teoria *Pecking Order*, Teoria do Efeito Clientela e Teoria *Trade off*) - (Araújo, 1996)

A situação da empresa em termos de liquidez (Lasfer, 1997)

A avaliação das oportunidades de investimento disponíveis para a empresa

- As outras oportunidades de investimentos dos acionistas
- A “pressa” dos investidores em receber dividendos
- A posição dos acionistas em face do IR, devido às diferenças de tributação entre dividendos e ganho de capital (Dong, Robinson e Veld, 2005)
- Outros. (Especificar).

16. Qual o grau (de 0 a 10) de importância dos seguintes fatores na decisão do pagamento de dividendos? (Teoria da Sinalização, Teoria da Agência e Teoria *Pecking Order*) – (Ambrozini, 2011)

- Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo
- Estatuto social da empresa
- Disponibilidade de caixa (Lasfer, 1997)
- Orçamento para o próximo exercício social
- Novas oportunidade de investimento futuro
- Expectativa de lucros futuros
- Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro
- Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos
- Outros fatores. Quais?

17. Vocês consideram o estabelecimento de uma política de dividendos adequada, para a maximização da riqueza dos acionistas? (Teoria da relevância e Teoria irrelevância) - (Araújo, 1996; Baker, Dutta e Saadi, 2008 – Baseado em Lintner, 1956)

- De máxima importância
- Importante
- Pouco importante
- Importante
- Sem importância

18. A empresa está atenta à possibilidade de usar o Juros Sobre Capital Próprio como ferramenta de planejamento tributário? (Teoria *Trade off*) – (Santi, 2014)

- Sim
- Não
- Não sabe/não respondeu

19. Sua empresa tem utilizado o limite legal (50% do lucro do exercício ou lucros acumulados) para pagar os Juros Sobre Capital Próprio? (Teoria de *Trade off*) – (Santi, 2014)

- Sim
- Não
- Não sabe/não respondeu

20. Vocês acham que os investidores desconfiam de empresas que apresentam muita oscilação na sua política de dividendos? (Teoria da sinalização e Teoria da Agência) - (Araújo, 1996)

- Sim
- Não

21. A diferença de tributação entre dividendos e ganho de capital, enfrentadas pelos acionistas, e a reação destes são levadas em consideração pela sua empresa para o estabelecimento da política de dividendos? (Teoria de *Trade off*) - (Araújo, 1996)

- Sim
- Não

8.8 Variáveis de estudos anteriores

Anexo 33 – Variáveis dependentes e independentes de estudos anteriores

Autor	Variáveis
Von Eije, Goyal e Muckley – 2017	DIV – Dividend paid LDIV – The lagged value of the amount of dividend paid NI – Net income SOA - is the speed of adjustment and it is calculated as 1 minus the coefficient of LDIV. TPOR - is the target payout ratio, calculated as the coefficient of NI divided by the SOA. HF - is the habit formation calculated from the change in dividends (for trimmed observations) based on Myers and Lambrecht (2012, Eq. 47).
Byrne e O'Connor – 2017	Dividends-to-cash flow Dividends-to-earnings Dividends-to-assets Dividends-to-sales Size – Log of book assets Profitability – Earning before interest and taxes to book assets Q de Tobin – Book value of debt less plus market capitalization divided by the book value of assets
Andres e Hofbaur – 2017	Panel A: dividend variables # 4-Qtr Structure - Natural logarithm of one plus the number of consecutive prior dividend increases announced in the same calendar quarter as the current announcement. 4-Qtr Structure - Indicator variable set to 1 if the firm has increased its dividend payments four quarters before and zero otherwise. D. rel. div. - Rate of change in dividends defined upon two consecutive quarterly dividend declarations. The variable is <i>winsorized</i> at the 1% tails. Interim increase - Indicator variable set to 1 if a firm increases its dividends and has previously increased its dividend payments during the preceding three quarters, and had increased its dividends four quarters prior to the preceding increase. DPS Dividends per share - defined [dvpsx] adjusted for stock splits and stock dividends [ajex]. Div. yield - Dividend amount [divamt] times four scaled by the price at end of last quarter [prccq]. Div. Cash - dividends paid [dvc]. Post-4QRS - Indicator set to 1 for each year following and including T and zero otherwise. T is defined as the first year “4-Qtr. Structure” and set equal to 1. dev - Deviation from the target payout defined as the target payout ratio times the earnings per share [epspx] less the dividends per share [dvpsx] paid during the prior year. The target payout ratio is defined as a firm's median payout ratio over the sample period. Panel B: other variables Contemp. EA - Indicator variable set to 1 if the firm has announced earnings numbers [rdq] during the interval [-2;2] around the dividend declaration date. Contemp. Special div. - Indicator variable set to 1 if the firm announces a special dividend within the event window [-2;2] around the dividend declaration. ILLIQ Amihud (2002) - measure for illiquidity. EPS Earnings per share [epspx] - adjusted for stock splits and stock

	<p>dividends [ajex].</p> <p>E Earnings - defined as extraordinary items [ib] plus interest expense [xint] plus (if available) deferred income taxes plus (if available) Investment Tax Credit [itci].</p> <p>ROA - defined as earnings scaled by total assets [at].</p> <p>Earnings variation - Standard deviation of ROA during a trailing 5-year interval.</p> <p>D. ROA - Change in earnings defined as the last four quarterly earnings available for common shareholders earnings minus preceding four quarterly earnings. Earnings are defined as income before extraordinary items [ibq] plus interest and related expenses [xintq] plus (IF available) deferred taxes and investment tax credit [txditcq]. The variable is scaled by prior year's total assets [at].</p> <p>LVG Leverage - defined as total debt [dlc + dltt] divided by total assets [at].</p> <p>V Market values of assets - defined as book value of assets [at] minus book value of equity plus market value of equity [csho \square prcc]. Book</p> <p>Equity - is defined as stockholder's equity [seq] or Common Equity [ceq] plus preferred stock par value [pstk] or total assets [at] minus liabilities [lt] minus preferred stock less balance sheet deferred taxes and investment tax credit [txditc] (if available) minus post retirement asset [prba] (if available). Variable is defined following Fama and French (1998, 2001).</p> <p>MTB - Market value of assets scaled by total assets [at].</p> <p>SIZE - Natural logarithm of the market capitalization [csho \square prcc] in constant 2005 USD.</p> <p>Repurchases - Indicator variable set to one if the firm has conducted share repurchases in the prior year that make up at least 0.1% of total assets [at] of the prior year. The definition of share repurchases follows Skinner (2008).</p> <p>Tot. Inst. OS - Total institutional ownership as a fraction of shares outstanding. Observations are removed if the value exceeds 100%.</p> <p>ΔA - Year-to-year change in total assets [at].</p> <p>R&D - expenditure [xrd] set to zero if not available.</p> <p>I - Interest payments [xint].</p>
Benavides, Berggrun e Perafan – 2016	<p>D/A - Dividends over assets</p> <p>$\Delta D t + 1 / A t + 1$ - Change in dividends over assets</p> <p>$\ln(A)$ Natural logarithm of assets (in millions of US dollars)</p> <p>$\Delta A t + 1 / A t + 1$ - Proportional change of assets</p> <p>$NI t / A t + 1$ - Net income over assets of next fiscal year</p> <p>MV Market value - market equity + liabilities (in millions of US dollars)</p> <p>MV/A - Market value over assets</p> <p>E/S - Earnings before interest and taxes over sales</p> <p>$\Delta PPN t + 1 / A t$ - Change in net plant and equipment over assets of past fiscal year</p> <p>L/A - Liabilities over assets</p> <p>L/MV - Liabilities over market value</p> <p>$D t / A t + 1$ Dividends over assets of next fiscal year</p> <p>RE/A - Retained earnings over assets</p> <p>GI - Governance index: rule of law (World Bank governance indicators)</p>
Mulyani, Singh e Mishra – 2016	<p>Payout (i) Common stock dividend divided by net income at the end of the financial (ii) Common stock dividend divided by total assets at the end of the financial period. (iii) Common stock dividend divided by sales over net revenue at the end of the financial period.</p>

	<p>Leverage – Total book value of liabilities divided by total assets at the end of the financial period.</p> <p>Family control – Equals 1 for firms in which the family or an affiliated party owns more than 20% of equity and 0 otherwise.</p> <p>Family owner ship – Aggregate percentage of firm equity owned by the family or an affiliation.</p> <p>Institutional owner ship – Total proportion of firm equity owned by unaffiliated institutional share holders.</p> <p>Firm size - Natural logarithm of total assets at the end of the financial period.</p> <p>Profitability - Net income scaled by total assets (ROA).</p> <p>Lag profitability - Previous period's ROA.</p> <p>Cash ratio - Cash divided by total assets.</p>
David e Ginglinger – 2016	<p>Dividend yield - Dividend per share (DPS) divided by the contemporaneous year-end stock price</p> <p>Payout ratio - DPS divided by earning per share for the contemporaneous fiscal period</p> <p>OSD (Optional Stock Dividend) - Dummy variable that equals one in the case of an OSD payment and zero otherwise. Used to identify OSD paying firms.</p> <p>Dividend CUT - Dummy variable that equals one if a firm decreases its DPS by more than 30%, including dividend omissions (100% decrease), and zero otherwise. Used to identify dividend cutters</p> <p>Size - Logarithm of the book value of total assets (in thousand Euros)</p> <p>MtoB - Aggregate market value of the firm divided by the aggregate book value</p> <p>Cash - Cash and cash equivalents divided by the book value of total assets</p> <p>Cash rich - Dummy variable that equals one if a firm's cash ratio (Cash) is in the top tertile of the overall sample yearly distribution of cash ratios</p> <p>Debt - Sum of short-term and long-term debt divided by the book value of total assets</p> <p>EBITDA/Assets - Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization, divided by the book Val</p>
Chang, Kang e Li – 2016	<p>$Divt/NI_{t-1}$ - DIV is total amount of cash dividends paid for common and preferred stocks.</p> <p>NI - is net income.</p> <p>Div Dum - Dividend dummy variable. Equals one if firms pay cash dividends, else 0.</p> <p>$Divt/IB_{t-1}$ - IB is net income before extraordinary items.</p> <p>$Divt/EBIT_{t-1}$ - EBIT is earnings before interests and taxes.</p> <p>$Divt/Mktcap_{t-1}$ - Mktcap is market value of common stock.</p> <p>Div Yieldt - Dividend per share (t) divided by price per share(t-1)</p> <p>$Dvct/NI_{t-1}$ DVC - is common dividends declared.</p> <p>Totpay/NI TOTPAY - is total cash dividend plus purchases of common and preferred stocks.</p> <p>Log(MV) - Log (market value)</p> <p>Leverage - Debt ratio</p> <p>Cash/TA - Cash dividend divided by total assets</p> <p>ROA - Return on assets</p> <p>Tobin's Q - Market value of total assets divided by book value of total assets</p> <p>Low Tobin's Q - Takes 1 if Tobin's Q is less than 1, else 0.</p> <p>Net FA/TA - Net plant and equipment/total assets</p> <p>FCF/TA - Free cash flows/total assets</p> <p>Positive FCF - Takes 1 if FCF/TA is positive, else 0.</p> <p>HHI Herfindahl – Hirschman index</p>

	<p>High HHI - Takes 1 if HHI is greater than median, else 0. EM - Absolute magnitude of earnings management High EM - Takes 1 if EM is higher than median, else 0</p>
Méndez e Masters – 2015	<p>Financial constraints dummy (FC) - Dummy variable that is equal to one for firms that are constrained in the year prior to the dividend-increase announcement or zero otherwise, where the measure of constraint is constructed via the Size, WW index, HP index or Collateral measures Size - Logarithm of market value of common equity for the fiscal year end preceding the announcement B/M - Book value of common equity divided by market value of common equity for the fiscal year preceding the announcement PriorAR - A 252-day BHAR prior to the dividend increase DA - Discretionary Accruals as estimated by the Modified Jones Model (1991) for the year prior to the dividend increase declaration DAmiss - One if DA is not available and zero otherwise HHI - Herfindahl–Hirschman Index, which is the sum of the squared fraction of industry sales by all firms in the three-digit SIC industry for the year prior to the announcement FC*LowHHI - An interaction term between the financial constraints dummy and the LowHHI dummy, where the Low HHI is a dummy variable that equals 1 for firms in industries that have a HHI in the bottomquintile for the year prior to the dividend increase, and 0 otherwise ROA - Return on total asset is defined as operating income divided by total assets at the beginning of the quarter Change in ROA - Change of ROA between the corresponding quarter in the previous fiscal year and the ROA of the dividend-increase declaration quarter</p>
Forti e Schiozer - 2015	<p>Size - Size of bank Natural logarithm of the assets of the bank ROA - Return on assets Operating income divided by total assets CD interest rate - Interest paid on CDs Weighted average (by volume issued) interest rate paid on freshly issued CDs Institutional investors - Percentage of CDs issued to institutional investors CDs held by institutional investors divided by the total value of CDs issued Leverage - Bank leverage Liabilities divided by equity Capital - Capital adequacy ratio Equity divided by risk weighted assets Publicly traded - Control for public traded bank Dummy variable with a value of 1 for publicly traded banks and 0 otherwise Governmental ownership - Control for government owned bank Dummy variable with a value of 1 for government controlled banks and 0 otherwise Closely - Control for closely held bank Dummy variable with a value of 1 for closely held banks and 0 otherwise Subsidiaries of foreign Banks - Control for subsidiaries of foreign Banks Dummy variable with value of 1 for subsidiaries of foreign banks and 0 otherwise Loan risk - Risk of loan portfólio Non performing loans divided by total loans Credit growth - Growth rate of the loan portfólio Current loan portfólio minus the portfolio of the previous year divided by the portfolio of the previous year</p>
Li - 2014	<p>Dividend - Common dividends divided by total assets Leverage - Book leverage: Interest-bearing debt divided by total assets Firm size - The natural logarithm of Net Asset where Net Asset is</p>

	<p>total asset less cash and short-term investments</p> <p>Capital intensity Capital stock divided by total assets</p> <p>ROA - Return on assets: Net income before extraordinary items and discontinued operations divided by total assets</p> <p>Stock Ret 3yr - 3 year return to shareholders with dividend reinvested</p> <p>ROS Return on sales: Operating income before depreciation divided by Sales Earnings Earnings before extraordinary divided by total assets</p> <p>Interest - Interest expense divided by total assets</p> <p>Executive characteristics</p> <p>Director-No. 2 - A dummy variable = 1 if No. 2 is a director in the firm and 0 if not</p> <p>President-No. 2 - A dummy variable = 1 if No. 2 is a president and 0 if not Independent-No. 2 A dummy variable = 1 if No. 2 joined the company before the CEO and 0 if not</p> <p>Female - A dummy variable = 1 for female and 0 for male</p> <p>Tenure - The number of years since the executive joined the company</p> <p>WPS (Delta) - Wealth-for-performance sensitivity, defined as the proportion of shares outstanding owned by the executive plus the proportion of shares outstanding in options awarded to the executive times the Black-Scholes hedge ratio</p> <p>WPS Gap - The gap of WPS between CEO and No. 2, calculated as $(\text{CEO's WPS} - \text{No. 2's WPS}) / \text{CEO's WPS}$</p> <p>Age difference - CEO's age – No. 2's age</p> <p>CEO pay - CEO's total compensation, TDC1 from ExecuComp, including salary, bonus, grants of restricted stock, grants of stock options, long-term incentive plan payouts, gross-ups for tax liabilities, perquisites, preferential discounts on stock purchases, contributions to benefit plans, severance payments, and all other compensation</p> <p>Board structure</p> <p>Board size - The number of directors in the board</p> <p>Classified board - A dummy variable = 1 if the directors in the board are elected to staggered terms instead of annual term and 0 if not</p> <p>Board independence - The number of independent outside directors divided by board size</p> <p>Institutional holdings - Percentage of company's outstanding common shares held by institutions</p> <p>G-index - The number of anti-takeover-provision (ATP) measures in a firm's charter and in the legal code of the state where the firm is incorporated (Gompers et al., 2003)</p>
Aoki – 2014	<p>Dividend Dummy - takes the value 1 if a firm pays dividends and 0 otherwise.</p> <p>Dividend yield (<i>DY</i>) - is the ratio of dividends to market capitalization.</p> <p>Dividends/Assets (<i>DA</i>) - is dividends divided by total assets. Some studies use dividend payout, or the ratio of dividends to accounting income, but this indicator loses meaning if the earnings are negative (Damodaran 2006) and generates astronomical payouts if accounting income is near zero (Schooley and Barney Jr. 1994). In this study, 1206 observations (9% of the total) pay dividends despite reporting zero or negative income. I avoid their effects by using the ratio of dividends to sales, Dividends/Sales (<i>DS</i>), as sales cannot be negative.</p> <p>Manager-owned dummy (<i>MOD</i>) - takes the value 1 if the largest shareholder is a firm manager</p> <p>Relationship between ownership concentration and dividends is examined by including <i>LSO</i> as the independent variable.</p>

	<p>Squared value of <i>LSO</i> (<i>LSO2</i>) is included following prior studies that find a nonlinear relationship between ownership and dividends (Schooley and Barney Jr. 1994; Farinha 2003; Gugler and Yurtoglu 2003; Correia Da Silva et al. 2004; Khan 2006; Truong and Heaney 2007).</p> <p>Leverage (<i>LEV</i>) - The ratio of total interest-bearing debt to total assets. The relationship to dividends should be negative.</p> <p>ROA - The ratio of net income to total assets.</p> <p>Tobin's <i>q</i> (<i>Q</i>) - for investment opportunities</p> <p>SIZE - The natural logarithm of total assets.</p>
<p>Goyal e Muckley - 2013</p>	<p>Cash dividends (RDIV) - The total real (1990 prices) amount of common cash dividend distributed by the firm, in millions of US\$.</p> <p>Market value (SIZE) - The percentile ranking of a firm with respect to its market value, on an annual basis.</p> <p>Earnings ratio (EA) - The firm earnings before interest but after tax as a percentage total assets.</p> <p>Cash holding (CASH) - The sum of cash and short term investments as a percentage of total assets of the firm.</p> <p>Asset growth (DAA) - The relative (percentage) change of the total assets in real (1990 prices) millions of US\$.</p> <p>Leverage rate (LR) - The sum of short-term and long-term debt as a percentage of the total assets of the firm.</p> <p>Ownership (OWN) The number of shares held by the insiders (shareholders who hold 5% or more of the outstanding shares, such as officers, directors, immediate families, other firms or individuals) as a percentage of the total number of outstanding common shares.</p> <p>Stocks traded value (StTraVal) - The total value of shares traded during the period as a percentage of GDP.</p> <p>Stocks traded volume (StTraVol) - This is a turnover ratio. It is the total value of shares traded during the period divided by the average market capitalization for the period.</p> <p>Legal rights index (LegRInd) - The legal rights index measures the degree to which collateral and bankruptcy laws protect the rights of the borrowers and lenders. Strength of the index (0 = weak to 10 = strong).</p> <p>Shareholder rights index (ShInd) - The shareholders index reflects the ability of shareholders to sue officers and directors for misconduct. Strength of index (0 = weak to 10 = strong).</p> <p>Directors liability index (DirLia) - The director's liability index, with higher values indicating the greater liability of directors. Strength of index (0 = weak to 10 = strong).</p> <p>Disclosure index (DisInd) - The disclosure index measures the extent to which investors are protected through disclosure of ownership and financial information. Strength of index (0 = weak to 10 = strong).</p> <p>Shareholder rights (ShRights) - The average of the shareholder rights index (ShInd), directors liability index (DirLia) and the disclosure index (DisInd). Strength of the index (0 = weak to 10 = strong).</p>
<p>Hafeez Ahmad et al. - 2010</p>	<p>Change in dividend – $div_{it} - div_{i(t-1)}$</p> <p>Change in Earning – $ear_{it} - ear_{i(t-1)}$</p> <p>Corporate holding (corp), Financial Institution holding (fii) , director's holding (dir) and foreign</p> <p>Holding (fore) - Percentage share holdings by each category.</p> <p>Earning growth</p> <p>Debt to equity ratio</p> <p>Growth in Sales</p> <p>Dividends - Total amount of dividend as given in the balance sheet</p>

	analysis relating to the accounting years. Earning variable - Taken from the balance sheet analysis as earning before interest and taxes and the dividend to assets ratio.
--	---

9 APÊNDICES

Apêndice 1 – Modelo final de questionário para esta pesquisa – Baseado em Lintner 1969

A. *Dividend pattern* - Padrão de Dividendos

1. *Dividend changes generally lag behind earnings changes?* – **Em geral, o resultado da empresa orienta o montante de dividendos que serão pagos?**

2. *Dividends generally follow a smoother path than earnings?* **Os dividendos geralmente seguem um caminho mais suave do que os ganhos?**

B. *Dividend process* – Processo de dividendos

3. *A firm should set a target dividend payout ratio and periodically adjust its current payout toward the target?* **Uma empresa deve definir uma taxa de pagamento de dividendos alvo e periodicamente ajustar o seu pagamento atual em direção ao alvo?**

4. *A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings?* **Uma empresa deve mudar dividendos com base em mudanças sustentáveis nos ganhos?**

5. *A firm should avoid increasing its regular dividend if it expects to reverse the dividend decision in a year or so?* **Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se espera inverter a decisão do dividendo em um ano?**

6. *A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments?* **A empresa deve esforçar-se para manter um registro ininterrupto de pagamentos de dividendos?**

7. *The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios?* **O mercado valoriza mais os dividendos estáveis do que a estabilidade na taxa de dividendos?**

C. *Dividend policy and firm value* – Política de dividendos e valor da firma

8. *A change in a firm's cash dividends affects its value?* **Uma mudança nos dividendos afeta o valor da empresa?**

9. *A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for its shareholders?* **Uma firma deve formular sua política de dividendos para produzir o máximo de valor para seus acionistas?**

10. *An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price?* **Uma política de dividendos ideal atinge um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro que maximiza o preço das ações?**

11. *A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated?* **As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão inter-relacionadas?**

12. *A firm's dividend policy generally affects its cost of capital?* **A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?**

D. Residual dividend policy - Política de dividendos residuais

13. *A firm should view cash dividends as a residual after funding desired investments from earnings?* **Uma empresa deve ver dividendos em dinheiro como um resíduo depois de financiar investimentos desejados a partir de ganhos?**

14. *A firm's expenditures on new capital investments generally affect its dividend pattern?* **As despesas de uma empresa quanto aos novos investimentos de capital geralmente afetam seu padrão de dividendos?**

A. Bird-in-the-hand theory - A. teoria do pássaro-na-mão

15. *Investors generally prefer cash dividends today to uncertain future price appreciation?* **Os acionistas preferem geralmente os dividendos em dinheiro hoje do que a apreciação futura e incerta do preço da ação?**

B. Signaling theory - Teoria da sinalização

16. *Investors generally use dividend announcements as information to help assess a firm's stock value?* **Os investidores geralmente usam anúncios de dividendos como informações para ajudar a avaliar o valor de ações de uma empresa?**

17. *Investors generally regard dividend changes as signals about a firm's future prospects?* **Os investidores geralmente consideram as mudanças de dividendos como sinais sobre o futuro de uma empresa?**

18. *A firm's stock price generally rises when the firm unexpectedly increases its dividend?* **O preço das ações de uma empresa geralmente sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?**

19. *A firm's stock price generally falls when the firm unexpectedly decreases its dividend?*

O preço das ações de uma empresa geralmente cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

20. *Dividend increases are ambiguous because they can suggest either future growth or a lack of investment opportunities?* **Os aumentos de dividendos são ambíguos porque podem sugerir um crescimento futuro ou uma falta de oportunidades de investimento?**

21. *A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its cash dividend?* **Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar o seu dividendo em dinheiro?**

C. Tax preference and dividend clientele - Preferência tributária e teoria clientela

22. *Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets?* **As ações que pagam altos (Baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?**

23. *Investors generally prefer to invest in firms whose dividend policies complement their particular tax circumstances?* **Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias fiscais particulares?**

D. Agency theory – Teoria da agência

24. *The payment of dividends forces a firm to seek more external (debt or equity) financing, which subjects the firm to additional investor scrutiny?* **O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar capital de terceiros (dívida ou patrimônio líquido), que submete a empresa a um controle adicional dos investidores?**

25. *The payment of dividends encourages a firm's managers to act in the interest of the firm's outside shareholders?* **O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir no interesse dos acionistas externos da empresa?**

E. Catering theory – Teoria da restauração

26. *A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders?* **Uma firma deve ser responsiva às preferências de dividendos de seus acionistas?**

F. Life cycle theory – Teoria do ciclo de vida

27. *The pattern of cash dividends generally changes over a firm's life cycle?* **O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?**

Apêndice 2 – Segundo modelo de questionário para esta pesquisa – Foco Governança

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta:

Cargo do Respondente:

Tempo no exercício do cargo (meses):

Nome:

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social:

Número de empregados:

Capital Social:

Faturamento do último ano:

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()

9.1 Transcrição das respostas dos entrevistados

Apêndice 3 – Empresa E1

Data: 05/04/2019

Cargo do Respondente: Diretor de Relação com Investidor

Tempo no exercício do cargo (meses):

Nome: RI 2

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Empresa E1

Número de empregados:

Capital Social:

Faturamento do último ano:

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()

A. Dividend pattern - Padrão de Dividendos

1. Dividend changes generally lag behind earnings changes? – **Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?**

Resposta – Na verdade, não. A Empresa E2 decidiu travar o dividendo nos 25%, que é o mínimo obrigatório. O lucro tem crescido ano a ano, mas a política de dividendos tem permanecido a mesma. E é isso que deve ocorrer daqui para frente, pelo menos para os próximos anos. Esta política pode ser reavaliada se a empresa ficar com muito caixa. Hoje tem muito caixa. A empresa não tem dívida, tem um perfil bastante conservador. Todo caixa é líquido, de curto prazo, com políticas de investimento conservadoras. Não tem nada de longo prazo, quase tudo de liquidez imediata. À medida que a empresa vai crescendo, e não conseguir dar uma destinação para o

caixa, a política pode ser reavaliada. Hoje o caixa é principalmente para aquisições, visando a expansão da companhia. A política será reavaliada, para verificar se faz sentido pagar 25% de lucro em dividendos ou aumentar o *payout*, para evitar ficar com elevado caixa em balanço.

2. Dividends generally follow a smoother path than earnings? **O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?**

Resposta – O padrão de pagamento dos dividendos segue o mínimo obrigatório de 25% do lucro.

B. Dividend process – Processo de dividendos.

3. A firm should set a target dividend payout ratio and periodically adjust its current payout toward the target? **Uma empresa deve estabelecer uma meta de pagamento de dividendos, e periodicamente ajustar a taxa de distribuição de dividendos atual na direção desta meta?**

Resposta - A Empresa E2 estabeleceu pagar 25%, mas considero oportuno o estabelecimento de uma meta, buscando periodicamente reavaliar as condições atuais para ajustes necessários. A maioria das empresas do Novo Mercado da B3 que busca crescimento segue o pagamento mínimo de 25% de pagamento. Eventualmente, em outro momento as empresas devem definir outro patamar. Apesar de travar o percentual (25%) de pagamento a Empresa E2 estabelece outras metas, mas relacionada aos resultados, na geração de valor, que consequentemente implicarão em maiores montantes de dividendos futuros.

4. A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings? **Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?**

Resposta – Talvez, pois depende da empresa. Se o lucro da Empresa E2 em um dado ano for “zero” ou “um”, ainda contará com elevado caixa e poderá rever o percentual de distribuição. Por outro lado, empresas com prejuízos, ou lucro menor do que anos anteriores, não conseguem pagar dividendos, ou irão declarar dividendo menor. Se for uma mudança estrutural de patamar de lucro, sim deverá rever a política de dividendos.

5. A firm should avoid increasing its regular dividend if it expects to reverse the dividend decision in a year or so? **Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?**

Resposta – Sim. Se a empresa acredita que pode acontecer alguma coisa nos próximos meses ou ano e que pode mudar aquela decisão tomada, é melhor esperar um pouco mais. Pois, voltar atrás de decisões tomadas, no mercado financeiro, que lida com expectativas de vários acionistas, pode trazer muitos prejuízos para o negócio.

6. A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments? **A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?**

Resposta – Não, a empresa tem que se esforçar para um alto padrão de geração de valor para o acionista, e o dividendo é uma consequência. Dependendo do momento da empresa, se quer crescer ela pagará menos dividendos. Se acha que tem menos potencial de crescimento, ou que vai depender menos daquele dinheiro, poderá distribuir mais. O esforço nunca deve ser para aumentar os dividendos, mas para aumentar o lucro, o Ebitda, e o dividendo será uma consequência disso.

7. The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios? **O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?**

Resposta – O mercado valoriza mais a estabilidade na taxa de dividendos. O mercado vai projetar quanto acredita que vai ser o lucro da empresa, e se a empresa falar que o percentual de distribuição vai ser 25%, o acionista calcula o seu lucro a partir do resultado da empresa. Portanto, o mercado valoriza mais a estabilidade na taxa.

C. Dividend policy and firm value – Política de dividendos e valor da firma

8. A change in a firm's cash dividends affects its value? **Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?**

Resposta – Sim. Por que se pagar mais dividendos, teoricamente o mercado tende a avaliar Melhor a companhia. A não ser que seja uma companhia que não cresça. Por que se a empresa crescer mesmo sem precisar daquele dinheiro que está pagando dividendos, ótimo. Se a empresa não tem nenhuma oportunidade de crescimento, não tem o que fazer com o dinheiro, o melhor uso dele é devolvê-lo para o acionista. Vai depender em parte, do momento que está passando a companhia. Mas sim, mudando a política de dividendo isso afeta o valor da empresa.

9. A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for its shareholders? **A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?**

Favor analisar sob duas óticas:

1. Valor máximo a ser distribuído;

2. Ou, uma política capaz de criar valor para a empresa.

Resposta – Isso mesmo, a empresa sempre tem que criar valor para ela própria, e vai ser consequência o valor de distribuição dos dividendos. Se a empresa criar valor para ela mesma, o acionista vai receber este valor criado. O objetivo sempre tem que ser ampliar o valor da companhia, e depois dividendos, o valor para distribuir, etc será uma consequência disso. A empresa sempre tem que estar focada na operação.

10. An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price? **Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?**

Resposta – Sim. A empresa tem que pagar dividendos e garantir que vai conseguir crescer com o dinheiro que sobrou do caixa. As empresas estão ai para crescer.

11. A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated? **As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?**

Resposta – Sim, sem dúvidas, até por que se vai pagar mais dividendos, teoricamente se está pensando em fazer um endividamento é melhor pagar menos dividendos, para manter mais dinheiro em caixa e conseqüentemente ter menos endividamento. Claro, que tem que considerar a ótica do imposto de renda daquela dívida, mas sim, as decisões são relacionadas.

12. A firm's dividend policy generally affects its cost of capital? **A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?**

Resposta – Para a Empresa E2 a política não afeta o custo de capital, pois é 100% próprio.

D. Residual dividend policy - Política de dividendos residuais

13. A firm should view cash dividends as a residual after funding desired investments from earnings? **Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?**

Resposta – Não. O pagamento de dividendos sempre tem que acontecer, nem que seja do mínimo obrigatório, e o restante para financiar os projetos. Importante também o acionista receber um retorno pelo seu investimento.

14. A firm's expenditures on new capital investments generally affect its dividend pattern? **Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?**

Resposta – Sem dúvidas. Se vislumbrar o uso do caixa, pode diminuir o pagamento de dividendos.

A. Bird-in-the-hand theory - A. teoria do pássaro-na-mão

15. Investors generally prefer cash dividends today to uncertain future price appreciation? **Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?**

Resposta – Considero que seja um mix. Claro que ao comprar ações o acionista espera um ganho futuro que é incerto, mas prefere os dividendos, que são ganhos atuais.

B. Signaling theory - Teoria da sinalização

16. Investors generally use dividend announcements as information to help assess a firm's stock value? **Os anúncios de dividendos afetam a avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?**

Resposta – Afetam. Não os anúncios dos dividendos, propriamente ditos, mas os anúncios da política de dividendos. Uma coisa é falar que vai pagar no final do ano X% de dividendos e outra é ter dito *a priori* que a política é pagar X% em determinado período. Ao anunciar o pagamento naquele ano, não muda a avaliação do investidor, pois isso já foi dito anteriormente.

17. Investors generally regard dividend changes as signals about a firm's future prospects? **Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?**

Resposta – Não sei se sobre a performance futura da empresa, mas sobre as oportunidades de crescimento. Teoricamente a companhia distribui menos, visando que vai usá-lo mais de outra forma, não precisando ficar com o dinheiro retido se não houver interesse em utilizar em algum investimento futuro. Acho que substituiria na pergunta “performance” por crescimento. O acionista considera que se a empresa pagar menos dividendos irá usar este dinheiro em projetos para o crescimento.

18. A firm's stock price generally rises when the firm unexpectedly increases its dividend?
O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?

Resposta – Não necessariamente, depende se aumentar o dividendos pode ser que ela não esteja enxergando oportunidade de crescimento, consequentemente estaria transferindo a riqueza para os acionistas. Mas, depende de cada caso.

19. A firm's stock price generally falls when the firm unexpectedly decreases its dividend?
O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

Resposta - Não necessariamente. Depende de cada caso. Se diminuir para investir em projetos lucrativos poderá gerar valor para empresa e pagar mais dividendos.

20. Dividend increases are ambiguous because they can suggest either future growth or a lack of investment opportunities?
Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?

Resposta – Sim. Exatamente na linha do que tenho falado. Depende da interpretação de cada um, mas de certa forma são ambíguos.

21. A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its cash dividend?
Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?

Resposta – Sem dúvida. O investidor tem dinheiro na companhia, se a política for alterada o investidor de ser informado, e em alguns casos até consulta-los. Principalmente aqueles investidores de longo prazo.

C. Tax preference and dividend clientele - Preferência tributária e teoria clientela

22. Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets?
As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?

Resposta – Não necessariamente. A maior parte dos investidores está olhando a empresa como um todo e não só os dividendos. Os dividendos é um tempero naquela tese de investimento.

23. Investors generally prefer to invest in firms whose dividend policies complement their particular tax circumstances? **Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?**

Resposta – Não tem uma preferência, se casar investimento bom (empresa promissora) mais uma questão tributária ótima tem-se uma atração diferenciada.

D. Agency theory – Teoria da agência

24. The payment of dividends forces a firm to seek more external (debt or equity) financing, which subjects the firm to additional investor scrutiny? **O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?**

Resposta – Na verdade não. O dividendo pode ser gerado com a própria operação da companhia. Se colocar numa janela de tempo curto. A empresa foi ao mercado emitir ações, conseqüente captou dinheiro. Se imediatamente distribuir este dinheiro como dividendos, na verdade ela está devolvendo para todo mundo que entregou dinheiro para ela, supondo que a base acionaria dos investidores sejam os mesmos. Ela está devolvendo o dinheiro do mesmo jeito, só que teve custo de captação do mercado. Pode acontecer no fim do ciclo de investimento o dinheiro captado seja maior do que o utilizado e no momento futuro quando for pagar dividendo, uma parte do dinheiro captado pode ser distribuída. Pegar dívida ou emitir ação e pagar dividendos, parece-me não ser uma prática de mercado.

25. The payment of dividends encourages a firm's managers to act in the interest of the firm's outside shareholders? **O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?**

Resposta – Sem dúvida. O pagamento de dividendos vai ser um percentual do lucro líquido da empresa motivando os gestores agirem de acordo com o interesse dos acionistas.

E. Catering theory – Teoria da restauração

26. A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders? **Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?**

Resposta – acho que não. A empresa deve procurar agradar aos acionistas, mas primeiramente deve prestar atenção nela própria. Acionistas diferentes têm preferências diferentes, mas as necessidades da empresa não devem ser deixadas de lado.

F. Life cycle theory – Teoria do ciclo de vida

27. The pattern of cash dividends generally changes over a firm's life cycle? **O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?**

Resposta – Sim. Tem que variar. Empresas em estágio de vida diferentes têm necessidades de recursos diferentes.

Apêndice 4 – Empresa E2

Data: 23/04/2019

Cargo do Respondente: Diretor de Relação com Investidor

Tempo no exercício do cargo (meses):

Nome: Fábio

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Empresa E2

Número de empregados:

Capital Social:

Faturamento do último ano:

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()

A. Dividend pattern - Padrão de Dividendos

1. Dividend changes generally lag behind earnings changes? – **Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?**

Resposta – A política não tem mudado em função do lucro. A Empresa E1 paga 40% do lucro – *payout* de 40%. Portanto, 40% do distribuível. Do lucro total excluídas as reservas legais, os incentivos fiscais e dessa base ajustada a empresa paga 40%. E essa tem sido a prática dos últimos anos. Quando o lucro sobe ou cai mantem-se os 40% do distribuível. As expectativas para os próximos anos é manter. Considero, que no geral, esta decisão dependerá do perfil e da tese de cada empresa, se a mesma tiver potencial de crescimento, acaba operando com um *payout* mais baixo, para reinvestir no próprio negócio. Se não tem tanta perspectiva de crescimento e não ver oportunidade de usar o caixa num M&A ou um grande investimento ela pode aumentar o *payout*.

2. Dividends generally follow a smoother path than earnings? **O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?**

Resposta – O montante de dividendo varia em função do lucro. No caso da Empresa E1 2017 foi 0,5/ação, ano passado foi 0,4/ação. Portanto, sempre 40% do distribuível. Se o distribuível cai, o dividendo por ação cai também, mas mantem-se os 40%. O dividendo acompanha o lucro.

B. Dividend process – Processo de dividendos.

3. A firm should set a target dividend payout ratio and periodically adjust its current payout toward the target? **Uma empresa deve estabelecer uma meta de pagamento de dividendos, e periodicamente ajustar a taxa de distribuição de dividendos atual na direção desta meta?**

Resposta – Isto depende de cada empresa. Depende muito das oportunidades de investimento das empresas. Se ela quer ou não quer se alavancar para pagar dividendos. Se ela seguir uma regra do dividendo crescer a cada ano ela pode se alavancar. Faz sentido ou não, isso vai depender do perfil da empresa. A Empresa E1

não persegue uma meta. De 2017 para 2018 o dividendo por ação caiu, por que foi mantida a política de 40% do lucro distribuível. Tem empresa que segue esta regra de dividendo sempre crescente no mínimo talvez inflação, mas não é o caso da Empresa E1.

4. A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings? **Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?**

Resposta – Na minha opinião mudança de um ano para outro, se a empresa fizer isso ela diminui a visibilidade dela para o investidor. Agora se a empresa tem a perspectiva de que o lucro vai mudar de patamar, alguma mudança estrutural, talvez faça sentido revisar a política. Mudanças anuais da política, na minha opinião, diminui muito a visibilidade da empresa para o investidor. Se a empresa em um ano paga 40% de *payout*, depois paga 100%, depois 120%, se alavanca, a tese de investimento muda todo ano, isto é complicado. No caso da Empresa E1 mantém-se os 40%, e o investidor sabe, se o lucro cai, o dividendo por ação vai cair, e o contrário também ocorre, e o investidor já tem uma perspectiva certa na hora de modelar. Mas se todo ano muda a política, muda o dividendo nominal, se alavanca, pode mudar muita coisa.

5. A firm should avoid increasing its regular dividend if it expects to reverse the dividend decision in a year or so? **Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?**

Resposta – A outra resposta cobre esta pergunta. Se ficar mudando a regra todo ano diminui a visibilidade, isto impacta a forma como o mercado vai modelar aquela empresa. Talvez a palavra-chave seja consistência. A empresa vislumbra que ela não vai ter tantas oportunidades de investimentos, na via orgânica e inorgânica, então ela pode aumentar o *payout*. Mas se aumenta em um ano e no ano seguinte ela reduz fica muito complicado para quem quer investir. O investimento é uma tese de dividendo ou é uma tese de crescimento?

6. A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments? **A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?**

Resposta – Não necessariamente. Qual a estratégia da empresa, é uma estratégia de crescimento. Se é de crescimento que vai envolver muitos investimentos e aquisições é um pouco incoerente manter um *payout* muito elevado, a não ser que tenha uma geração de caixa fora do normal. Se a empresa tem uma boa oportunidade de investimento a ser feito, por que manter um *payout* elevado?

7. The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios? **O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?**

Resposta – O mercado tem muitos fatores, cada um tem um perfil de investimento, já ouvi defesa dos dois lados. Primeiro que seria bom. Ter a perspectiva de que todo ano vai aumentar um pouco, ainda que somente a inflação, e outros investidores mais afetos a empresas com tese de crescimento, menos preocupado a dividendos e com maior expectativa com relação ao ganho de capital, que virá a partir do crescimento. Depende de qual o perfil do fundo. No caso da Empresa E1 mantem os 40%. Trata-se de uma decisão antiga. O que o investidor olha para Empresa E1 é o crescimento, é uma empresa de consumo, ele está olhando o crescimento orgânico e inorgânico. Ao longo dos anos vem investindo em várias empresas. O tema mais frequente nas conversas sobre Empresa E1 é crescimento.

C. Dividend policy and firm value – Política de dividendos e valor da firma

8. A change in a firm's cash dividends affects its value? **Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?**

Resposta – Se aumentar o *payout*, e esse aumento sinalizar que tem menos oportunidade de investimento e conseqüentemente de crescimento, isso sim pode afetar negativamente o valor da empresa. Qual o impacto da mudança do *payout* na expectativa de crescimento.

9. A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for its shareholders? **A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?**

Favor analisar sob duas óticas:

- 1. Valor máximo a ser distribuído;**
- 2. Ou, uma política capaz de criar valor para a empresa.**

Resposta – A empresa tem que olhar o conjunto, tem que ser uma política de dividendos que atenda tanto as necessidades de investimento da empresa, quanto as necessidades do acionista minoritário e acionista controlador, para chegar em um equilíbrio. Por que operar no nível de *payout* elevado, que ao mesmo tempo vai diminuir o esforço de investimento, compromete o longo prazo. Se a empresa vai operar com 100% de *payout*, ou tona ano vai aumentar o *payout*, seguindo algum índice, irá mudar a base de investidor da empresa. A Empresa E1 vem se preocupando com o crescimento, investir em tecnologia, marca, mas ao mesmo tempo pensa em manter um nível de distribuição de dividendos atrativo, sem subtrair investimento.

10. An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price? **Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?**

Resposta – Sim. Pagar dividendos atrativos e conduzir uma estratégia de crescimento.

11. A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated? **As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?**

Resposta – Sim, por que acaba impactando sobre o seu dividendo, se o montante total a pagar de dividendos superar a geração de caixa a empresa terá que se endividar para pagar aqueles dividendos, isso é bom ou ruim. A Empresa E1 é pouco endividada. E 0,6 dívida líquida Ebitda.

12. A firm's dividend policy generally affects its cost of capital? **A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?**

Resposta – No caso da Empresa E1 não afeta e nem se espera que afete no futuro. Pois não utiliza dívida para pagar dividendos.

D. Residual dividend policy - Política de dividendos residuais

13. A firm should view cash dividends as a residual after funding desired investments from earnings? **Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?**

Resposta – Isso pode fazer com que a política mude todo ano. No nosso caso a empresa em 2018 comprou um dos grandes concorrentes, foi um investimento de 1,5 Bi, neste investimento não usou só os lucros retidos, a empresa se endividou, passou de uma posição de net cash 0,5 para dívida líquida 0,6, mas mesmo assim a dívida ficou muito pouco. Se fosse só usar os lucros retidos não teria feito o investimento. Talvez esse caminho vai impedir que a empresa algum investimento, principalmente o inorgânico, que acaba sendo um valor maior, por que tem o *godwill* também, considero mais complicado assumir essa linha. Na aquisição, em 2018, o valor nominal de distribuição caiu por que o lucro caiu. Caiu por que o resultado foi menor do que o ano anterior. Neste ano passou de uma receita financeira, tinha caixa líquido, para uma despesa financeira.

14. A firm's expenditures on new capital investments generally affect its dividend pattern? **Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?**

Resposta – Não. A política não se altera, permanece a mesma, a despeito dos investimentos. A política já prevê que a empresa vai fazer investimento. Os 40% do distribuível é mantida.

A. Bird-in-the-hand theory - A. teoria do pássaro-na-mão

15. Investors generally prefer cash dividends today to uncertain future price appreciation? **Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?**

Resposta – O investidor olha os dois. Mas se verificar nossa base de acionista, eles olham mais o futuro do que o *payout* do ano. O investidor da Empresa E1 está acreditando no longo prazo. Quando os resultados pioram, eles estão mais

interessados em saber o que vai acontecer, para onde a empresa está caminhando, vai crescer ou não vai crescer, e onde vai crescer. Eles se preocupam mais com Ebitda do que: “me explica aqui os dividendos deste ano”. Está vendo mais o longo prazo, que é o ganho de capital.

B. Signaling theory - Teoria da sinalização

16. Investors generally use dividend announcements as information to help assess a firm's stock value? **Os anúncios de dividendos afetam a avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?**

Resposta – NO caso da Empresa E1 não, por que não mudamos a política. Então como não mudamos a política, e fica claro que não mudará, o investidor já sabe, que o que vai afetar é a variação do lucro, dos resultados. Não afeta. Isto é sensível a questão da visibilidade. Tem-se visibilidade.

17. Investors generally regard dividend changes as signals about a firm's future prospects? **Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?**

Resposta – Na minha opinião sim. Não só performance, mas também as oportunidades de crescimento.

18. A firm's stock price generally rises when the firm unexpectedly increases its dividend? **O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?**

Resposta – Não necessariamente. Volta na questão anterior, se ela sobe muito, pode envolver várias coisas, por que que subiu? Subiu por que não tem mais onde investir, subiu por que cancelou um projeto? Subiu por que o controlador está exigindo neste momento mais caixa. Acho que pode até fazer com que caia o preço da ação. Depende de qual que é a história de investimento, qual é a tese. É uma tese de investimento de dividendos ou uma tese de crescimento? Se a tese de crescimento, e ele comprou essa ideia e a empresa aumenta os dividendos de forma abrupta, o que aconteceu? Isto se apresenta contraditório. Pode até fazer com que caia o preço da ação.

19. A firm's stock price generally falls when the firm unexpectedly decreases its dividend? **O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?**

Resposta – Mesmo raciocínio anterior, de repente não. Se diminuir por que vai fazer um investimento grande, acho até que sobe o preço da ação.

20. Dividend increases are ambiguous because they can suggest either future growth or a lack of investment opportunities? **Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?**

Resposta – Acho que sim, bem alinhado às ideias anteriores.

21. A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its cash dividend? **Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?**

Resposta – Sim. Não tenho nem dúvidas quanto a isto. Por que se a empresa não divulgar, o mercado vai chegar a alguma conclusão.

C. Tax preference and dividend clientele - Preferência tributária e teoria clientela

22. Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets? **As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?**

Resposta – Não sei. Nosso público de investidores está mais preocupado com crescimento. Decisões quanto a benefícios fiscais não são relevantes para as decisões de investimento deles.

23. Investors generally prefer to invest in firms whose dividend policies complement their particular tax circumstances? **Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?**

Resposta – Não é o tipo de conversa que temos com os investidores que estão na nossa base. Aproximadamente 75% dos investidores no *free float* são estrangeiros e estão olhando o longo prazo e o crescimento. Se preocupam com questões tributárias se

acontecer algo relevante, negativo. Mas não é uma conversa recorrente. Talvez isso seja mais para um investidor pessoa física, que não é a base Empresa E1.

D. Agency theory – Teoria da agência

24. The payment of dividends forces a firm to seek more external (debt or equity) financing, which subjects the firm to additional investor scrutiny? **O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?**

Resposta – Isso pode acontecer, mas a empresa tem outros mecanismos de controle para identificar e evitar que isto aconteça. Como a dívida da Empresa E1 é baixa não se tem efeito quanto a isto. Trata-se de um risco, mas não é relevante para Empresa E1.

25. The payment of dividends encourages a firm's managers to act in the interest of the firm's outside shareholders? **O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?**

Resposta – Quando se mantém a política, isto deixa de ser um assunto. 40% de *payout*, e isto não muda, só mudará se a empresa tiver uma mudança estrutural, isto deixa de ser um tema. A preocupação passa a ser o resultado, e não a política. Que está lá, e não muda.

E. Catering theory – Teoria da restauração

26. A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders? **Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?**

Resposta – Primeiro a empresa tem que olhar a sua estratégia. Qual que é a estratégia? Estratégia de crescimento, ou de não crescer e melhorar a lucratividade? Se a política de *payout* não é coerente com a estratégia, ou muda a estratégia ou a política. No caso da Empresa E1 a política que é de 40% do distribuível está alinhada com a estratégia. As ações caíram em função dos resultados, os resultados de 2018 foram aquém. O resultado é estrutural, o ticket médio caiu, o consumidor está com o

bolso mais apertado, então o preço caiu em função dos resultados. Creio que no médio ou longo prazo o cenário se apresentará mais otimista. O mercado tem se ajustado. No começo do ano (2019) estava muito otimista. Está no trilho certo, mas vai demorar um pouco.

F. Life cycle theory – Teoria do ciclo de vida

27. The pattern of cash dividends generally changes over a firm's life cycle? O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?

Resposta – Considero que sim. No médio ou longo prazo, se tiver mudança na estratégia, ou mudança no perfil dos controladores, poderemos visitar a política de dividendos. A política de dividendos tem que ser coerente com a estratégia da empresa.

Apêndice 4 – Empresa E3

Data: 31/07/2019

Cargo do Respondente: Vice-Presidente de Administração e Finanças e RI

Tempo no exercício do cargo (meses): 3 anos

Nome: Luiz Renato Novais

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Empresa E3

Número de empregados:

Capital Social:

Faturamento do último ano:

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()

A. Dividend pattern - Padrão de Dividendos

1. Dividend changes generally lag behind earnings changes? – **Geralmente, as decisões que envolvem a política de dividendos seguem a trajetória dos lucros?**

Resposta – Sim. Na verdade, não só de lucros, mas também do nível de alavancagem da companhia. A companhia tem limites máximos de endividamento, então, antes de fazer qualquer distribuição de dividendos ou juros de capital, a empresa observa se esses limites estão sendo atendidos. Só se tiver uma folga relevante nestes limites de endividamentos a autorização de distribuição de dividendos ou juros de capital é executado, e essa autorização é feita só pelo conselho de administração.

2. Dividends generally follow a smoother path than earnings? **O padrão de pagamento dos dividendos apresenta-se mais constante/suave do que a ocorrência de lucros auferidos?**

Resposta – Sim, na verdade a companhia decidiu já há mais de três anos não fazer pagamento de dividendos, por que todo o dinheiro que a companhia está gerando nestes três últimos anos está sendo utilizado para investir na própria companhia. A companhia abriu 450 lojas nesses últimos 3 anos, e uma parte deste investimento foi financiado com a geração de caixa da companhia. Portanto, a companhia decidiu não distribuir, e usar este recurso para investimento. Então, não é só a empresa ter gerado lucro e estar dentro do seu limite de endividamento, os acionistas optaram por usar este recurso para investimento. A última distribuição foi em 2015 e 2016.

B. Dividend process – Processo de dividendos.

3. A firm should set a target dividend payout ratio and periodically adjust its current payout toward the target? Uma empresa deve estabelecer uma meta de pagamento de dividendos, e periodicamente ajustar a taxa de distribuição de dividendos atual na direção desta meta?

Resposta – Acho saudável a empresa definir sim valores/montantes de distribuição anualmente, mas isso varia muito de empresa para empresa. No nosso caso os acionistas estão optando por crescer e investir, então abriram mão da remuneração do seu investimento para poder crescer. Portanto, estão abrindo mão de fazer uma retirada agora para fazer uma maior retirada lá na frente. Como a companhia tem propensão de fazer uma abertura de o capital, talvez eles estão optando por segurar um pouco a sua remuneração nesse período para que no evento de liquidez, no momento de IPO, sim realizar e retirar o lucro desse período. O dinheiro que eles retirariam e investiram em outros negócios ou no mercado financeiro eles acabaram optando por ter a taxa de retorno da própria companhia.

4. A firm should change dividends based on sustainable shifts in earnings? Uma empresa deve mudar a política de dividendos com base em mudanças consistentes no lucro? Ou, Mudança consistente no lucro é motivação para alterações na política de dividendos?

Resposta – Acho que não. A política de distribuição de dividendos tem que ser única e não deveria variar em função dos lucros. A não ser que a companhia estivesse acostumada a gerar um lucro de R\$ 100 milhões ao ano e por alguma conjuntura econômica, ou quaisquer contextos, passou a ter um lucro de somente R\$ 10 milhões ao ano, portanto caído drasticamente, neste caso provavelmente a política de distribuição de dividendos deve prever um percentual sobre o lucro gerado. Neste caso o lucro caiu de 100 para R\$ 10 milhões e a proporção da distribuição é tão pequena que não faria diferença para seus investidores, considero oportuno ter alguns gatilhos. Se gerar lucro de 100 a R\$ 200 milhões poderia uma distribuição de X%, e se gerar um lucro de 50 a R\$ 100 milhões uma proporção Y. Ideal seria ter proporções diferentes de distribuição de acordo com o tamanho de lucro gerado pela companhia.

5. A firm should avoid increasing its regular dividend if it expects to reverse the dividend decision in a year or so? Uma firma deve evitar aumentar seu dividendo regular se ela espera reverter a decisão em um ano ou pouco mais?

Resposta – Se a companhia está prevendo um movimento estrutural importante no ano seguinte ou em dois anos, deve sim rever a sua política para preservar o caixa, supondo que a companhia por exemplo queira fazer uma aquisição de uma outra companhia em dois ou três anos, para ter o caixa suficiente e executar esta transação neste médio prazo, considero saudável revisar a sua política para poder resguardar o recurso para ter o dinheiro para tal investimento.

6. A firm should strive to maintain an uninterrupted record of dividend payments? A empresa deve esforçar-se para manter um alto padrão de pagamentos constante de dividendos?

Resposta – A companhia tem que se esforçar para continuar sendo rentável para os seus acionistas. O acionista, em geral, gostaria de ter uma previsibilidade, não queira ter retorno imediato, de curto prazo, ele quer ter uma prosperidade no seu investimento. Ele prefere uma regularidade na lucratividade da sua companhia, não necessariamente no recebimento de dividendos regular. Mas se a companhia mantém

o mesmo nível de lucratividade ano após anos, independente se vai receber ou não este dinheiro, acho mais importante manter a regularidade na lucratividade e pode ser que durante alguns anos a empresa opte por não distribuir para resguardar este recurso para um eventual investimento.

Quanto ao perfil de investidor da Empresa E3, tem-se basicamente dois acionistas. A família Queiros e um fundo de *Private Equity*. São dois investidores de longo prazo. Não estão pensando no curto prazo. A família está no negócio há 38 anos e o fundo há 4 anos, sem pretensão de sair no curto prazo. Não estão interessados em receber dividendos anualmente, mas interessados em fazer a empresa crescer, para no horizonte de 2, 3 ou 4 anos a companhia faça um IPO, ou faça uma negociação estratégica, podendo realizar parte do lucro do seu investimento.

7. The market places greater value on stable dividends than stable payout ratios? O mercado valoriza mais o pagamento de dividendos em montante estável do que a estabilidade na taxa de dividendos?

Resposta – As duas coisas andam juntas. Deve valorizar a regularidade no valor que recebe anualmente, mas para que isto aconteça a taxa, que é a segunda parte da pergunta, acho que se alterar a taxa seria algo negativo. Se eu recebo, supondo que sou um investidor, R\$ 1 milhão por ano de dividendos, e isto corresponde a 1% do lucro da empresa, para ter esta mesma rentabilidade no ano seguinte, supondo que a companhia perdeu rentabilidade ou tenha que aumentar esta taxa para 2%, não seria visto com bons olhos. Portanto, mais importante manter a regularidade na taxa do que a regularidade no valor. Se não deixará a impressão que estou adaptando a minha política de distribuição para poder manter o nível de remuneração do acionista.

C. Dividend policy and firm value – Política de dividendos e valor da firma

8. A change in a firm's cash dividends affects its value? Alterações na política de dividendos afeta o valor da empresa?

Resposta – Sim, afeta. Como falamos, tem perfil de investidores diferente. Se a companhia tem um grupo de investidores que valoriza mais o curto prazo, ou seja,

receber dividendos sobre o seu investimento no curto prazo, ao invés de fazer o bolo crescer para lá na frente daqui a cinco ou dez anos a companhia ter um valor maior, neste caso sim pode alterar o valor da companhia dependendo do perfil do investidor.

9. A firm should formulate its dividend policy to produce maximum value for its shareholders? **A empresa deve tentar formular sua política de dividendos que produza mais valor para seus acionistas?**

Favor analisar sob duas óticas:

- 1. Valor máximo a ser distribuído;**
- 2. Ou, uma política capaz de criar valor para a empresa.**

Resposta – Sem dúvida. Novamente ai acho que anda bem juntas. O mais importante da política de distribuição de dividendos e garantir a perpetuidade da companhia. Ela não pode ter uma política que distribua 100% de lucro da companhia e ficar parada no tempo sem reinvestir parte do seu lucro, se isso acontecer no médio e longo prazo ela vai acabar sendo superada pelos seus concorrentes. A empresa tem que ter uma política que preserve parte de seu lucro para poder ser reinvestido na companhia. Preocupando-se em criar valor.

O perfil do investidor deverá mudar, com o evento de IPO que está previsto para ser realizado no médio prazo, quando a conjuntura econômica do país se apresentar mais favorável para investimentos.

10. An optimal dividend policy strikes a balance between current dividends and future growth that maximizes stock price? **Uma política ideal de dividendos impacta um equilíbrio entre os dividendos atuais e crescimento futuro da empresa que maximiza o preço das ações?**

Resposta – Sem dúvida, tem que equilibrar estas duas coisas.

11. A firm's investment, financing, and dividend decisions are interrelated? **As decisões de investimento, financiamento e dividendos de uma empresa estão relacionadas?**

Resposta – Sim. Se distribuir muito, conseqüentemente precisará alavancar mais a companhia e pedir mais empréstimo para poder garantir o investimento dela. As três coisas estão super relacionadas. A Empresa E3 tem 1 bilhão de empréstimo captado, nosso patrimônio líquido está na casa de aproximadamente R\$ 500 milhões. Portanto, tem uma proporção de 2/3 de capital de terceiros sobre o capital próprio.

12. A firm's dividend policy generally affects its cost of capital? **A política de dividendos de uma empresa geralmente afeta seu custo de capital?**

Resposta – Sim. E se a empresa aumentar demais o nível de endividamento, por que estar distribuindo dividendos a companhia vai acabar ficando um pouco mais exposta e alavancar muito o seu negócio, então os bancos começam a enxergar uma alavancagem alta como um risco para o seu empréstimo, e conforme o risco vai aumentando, o banco vai cobrando taxas maiores dos empréstimos que ele faz para companhia. Sem dúvida a política de dividendos interfere sim no custo de capital, se esta política estiver alterando o nível de alavancagem da companhia.

Os bancos não veem com bons olhos o fato de pegar empréstimo para distribuir para os acionistas.

D. Residual dividend policy - Política de dividendos residuais

13. A firm should view cash dividends as a residual after funding desired investments from earnings? **Uma empresa deve considerar o pagamento de dividendos somente após financiar os projetos lucrativos com o uso de lucros retidos?**

Resposta – Sim. Não faz sentido distribuir dividendos se a taxa de retorno do acionista é maior do que ele vai obter em outros negócios ou no mercado financeiro. Faz sentido sim preservar os investimentos, óbvio se o investimento tiver um bom nível de retorno.

14. A firm's expenditures on new capital investments generally affect its dividend pattern? **Novos investimentos em projetos da empresa afetam a política de dividendos?**

Resposta – Sim. Bom todo e qualquer investimento influencia na distribuição de dividendos. Se a companhia estiver no ritmo regular de investimento isto pode interferir menos na política de dividendos. Mas se a companhia tem pretensões de fazer investimentos maiores ou menores nos anos seguintes ela pode aumentar ou diminuir a política de dividendos.

Os investimentos da companhia estão relacionados ao aumento no número de lojas, infraestrutura logística e sistemas de tecnologia. Para Estados com mais de 100 lojas faz sentido ter um centro de distribuição.

A. Bird-in-the-hand theory - A. teoria do pássaro-na-mão

15. Investors generally prefer cash dividends today to uncertain future price appreciation?
Os acionistas geralmente preferem os dividendos atuais a ganhos de capital futuro incertos?

Resposta – Eles preferem deixar o dinheiro na companhia a receber dividendos, eles acreditam no potencial de valorização do negócio.

B. Signaling theory - Teoria da sinalização

16. Investors generally use dividend announcements as information to help assess a firm's stock value? **Os anúncios de dividendos afetam a avaliação dos acionistas quanto ao valor da empresa?**

Resposta – Como a empresa só tem dois acionistas, tem-se pouca relação com o mercado, as ações são bem concentradas, não são pulverizadas, não temos ações negociadas em bolsa.

17. Investors generally regard dividend changes as signals about a firm's future prospects?
Investidores geralmente levam em consideração mudança na política de dividendos como sinais sobre a performance futura da empresa?

Resposta – Sem dúvida. Se a política de distribuição for muito arrochada significa que a empresa está investindo pouco e pode ter problemas de competitividade no futuro. Para Empresa E3 principalmente, uma loja precisa ser reformada pelo menos

a cada cinco anos. Se ela não for reformada a cada cinco anos, seus móveis ficarão deterioradas, seus sistemas obsoletos, o apelo para o consumidor acaba ficando para trás. Portanto, tem que manter o nível de investimento.

18. A firm's stock price generally rises when the firm unexpectedly increases its dividend?
O preço das ações de uma empresa sobe quando a empresa aumenta inesperadamente o seu dividendo?

Resposta – Não acredito. Como não temos ações negociadas na bolsa não experimentamos esta situação ainda. Mas acho que o investidor, dependendo do perfil, se pensando no longo prazo, talvez ele consiga enxergar um valor um pouco maior naquela ação. Mas acho pouco provável, considero que a maioria dos investidores quer perpetuidade ou quer que o negócio continue crescendo e não retorno de curto prazo.

19. A firm's stock price generally falls when the firm unexpectedly decreases its dividend?
O preço das ações de uma empresa cai quando a empresa diminui inesperadamente o seu dividendo?

Resposta – Não acredito. Como não temos ações negociadas na bolsa não experimentamos esta situação ainda. Mas acho que o investidor, dependendo do perfil, se pensando no curto prazo, talvez ele consiga enxergar um valor um pouco maior naquela ação. Mas acho pouco provável, considero que a maioria dos investidores quer perpetuidade ou quer que o negócio continue crescendo e não retorno de curto prazo.

20. Dividend increases are ambiguous because they can suggest either future growth or a lack of investment opportunities?
Os aumentos de dividendos são ambíguos por poderem tanto sugerir crescimento futuro, como a falta de projetos promissores?

Resposta – Sim. Se aumentando o nível de distribuição pode ser que não tenha projetos futuros de investimento e acabem optando, ao invés de deixar o dinheiro parado na companhia, pagar os seus acionistas. Isto pode sinalizar a falta de projetos

futuros, e dependendo do perfil do investidor, isto pode ser encarado como fato negativo ou positivo.

21. A firm should adequately disclose to investors its reasons for changing its cash dividend? **Uma empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as suas razões para alterar a política de dividendos?**

Resposta – Sem dúvida. A cada dia que passa a transparência com os investidores tem que ser maior, pois o nível de profissionalização das casas de investimentos a cada dia aumenta, e eles querem a cada dia que passa muito mais transparência nas ações da companhia.

Quanto ao nível de governança a Empresa E3 tem todos os instrumentos necessários para adentrar no novo mercado. A empresa tem um setor de compliance mais focado na parte regulatória, como licenças de lojas, centros de distribuição, etc. Tem-se os instrumentos de governança distribuídos pela companhia, como comitê de auditoria, comitê de partes relacionadas, conselho com membros independentes, um canal de ética terceirizado, por uma empresa independente, código de ética, comitê de ética, formado por pessoas de diferentes setores da companhia. Políticas de publicações de informações estão todas no site da empresa. Temos todos os instrumentos de governança que precisaria ter para atender o novo mercado.

Todas as decisões da política de dividendos são tratadas no comitê de auditoria. A política de distribuição de dividendos é monitorada pela área financeira, mas a definição da política é tomada no comitê de auditoria, com pessoas do conselho de administração, com membros independentes, ex sócios de empresas de auditorias e representantes dos acionistas.

C. Tax preference and dividend clientele - Preferência tributária e teoria clientela

22. Stocks that pay high (low) dividends attract investors in low (high) tax brackets? **As ações que pagam altos (baixos) dividendos atraem os investidores com baixa (alta) tributação?**

Resposta – Conheço pouco da tributação de ganhos de capitais das ações. Mas creio que para determinado grupo de investidores com subsidio, tenha-se um apetite maior por receber dividendos no curto prazo. Mas considero que não tenha algo tão discrepante entre investidores.

23. Investors generally prefer to invest in firms whose dividend policies complement their particular tax circumstances? **Os investidores geralmente preferem investir em empresas cujas políticas de dividendos complementam as suas circunstâncias tributárias particulares?**

Resposta – Acredito que sim, apesar de não conhecer profundamente as diferentes formas de tributação sobre estes ganhos, pode ser que sim, se tiver algum investidor que tenha algum subsidio tributário, pode ter um maior apetite para estes grupos.

D. Agency theory – Teoria da agência

24. The payment of dividends forces a firm to seek more external (debt or equity) financing, which subjects the firm to additional investor scrutiny? **O pagamento de dividendos obriga uma empresa a procurar mais capital de terceiros (dívida ou emissão de ações), o que torna a empresa sujeita a controle adicional dos investidores?**

Resposta – Uma política de dividendos na minha visão não poderia aumentar ou diminuir o nível de alavancagem da companhia. Se a companhia decidiu ter, supondo duas vezes dívida líquida/Ebitda, o dividendo não poderia ser aumentado ou diminuído, ele deveria na verdade ser aumentado ou diminuído, respeitando esses limites. Se a companhia se propôs a manter um determinado nível de alavancagem, ela não poderia aumentar este nível, em detrimento de distribuir mais ou menos dinheiro para o seus acionistas. Então eu acredito que a distribuição de dividendos deveria estar vinculado também ao nível de alavancagem da companhia.

Sou favorável em ajustar a remuneração dos acionistas, por que para mim o que vem antes da definição da distribuição é o nível de alavancagem. Se a companhia optou por manter um determinado nível de alavancagem, eu deveria sim ajustar o meu

nível de distribuição para poder respeitar a regra anterior. Para mim o nível de alavancagem vem antes da de distribuição.

25. The payment of dividends encourages a firm's managers to act in the interest of the firm's outside shareholders? **O pagamento de dividendos incentiva os gestores de uma empresa a agir de acordo com o interesse dos acionistas externos da empresa?**

Resposta – Influencia sim.

E. Catering theory – Teoria da restauração

26. A firm should be responsive to the dividend preferences of its shareholders? **Uma firma deve considerar (ser sensível) às preferências de dividendos de seus acionistas?**

Resposta – Não, Primeiro preservar o interesse maior que é perpetuar ou fazer com que a companhia continue criando valor. A não ser que a empresa tenha interesse em liquidar os negócios.

F. Life cycle theory – Teoria do ciclo de vida

27. The pattern of cash dividends generally changes over a firm's life cycle? **O padrão de pagamento de dividendos em dinheiro geralmente muda ao longo do ciclo de vida de uma empresa?**

Resposta – Pode mudar sim. Se a companhia está no momento de investimento, em minha opinião o fluxo de distribuição deveria ser bem pequeno, pois a companhia está crescendo. Mas pode ser que existam companhias que já estejam no seu ponto ideal de maturação e que seu nível de investimento seja menor do que o nível de investimento de uma companhia mais jovem. Então uma companhia no seu estágio de maturação, talvez possa se dar ao luxo de pagar mais dividendos que outras que estão crescendo ainda. A Empresa E3 ainda está no seu nível de crescimento, a pesar de ser o 3º maior grupo de varejo farmacêutico do Brasil. O mercado farmacêutico cresce em média 10% ou 8% ao ano. As pessoas estão envelhecendo, consumindo mais medicamento, vitaminas, dentre outros. Se pararmos o nível de investimento os

nossos concorrentes podem continuar o seu nível de investimento e ganhar mais participação do mercado em detrimento da Empresa E3.

9.2 Transcrição das respostas do questionário com foco em Governança

Apêndice 5 – Empresa E1

Apêndice 6 - Empresa E2

Apêndice 7 – Empresa E3

Apêndice 8 – Empresa Q1

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os stakeholders em geral?

A empresa Q1 é uma companhia de capital aberto listada no segmento do Novo Mercado, seguindo, portanto, o maior nível de governança da B3. As práticas de governança estão traduzidas no Estatuto da Companhia, Código de Ética, Política de Transação com Partes Relacionadas, Acordo de Acionistas, além de serem comentadas no “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas”. Todos os documentos estão disponíveis no site de relações com investidores (ri.ourofino.com) bem como são publicados junto ao órgão regulador (CVM).

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

O Estatuto social da Companhia delibera, em acordo com os regulamentos da lei aplicável, o pagamento de 25% do lucro líquido do exercício social para pagamentos de dividendos obrigatórios, além dos 5% (que não podem exceder 20% do capital social) destinados à reserva legal. A destinação do saldo remanescente do lucro líquido é definida em Assembleia Geral, na qual, pelo fato da governança da empresa prever apenas ações ordinárias, todos os acionistas possuem direito a voto. Assim, pode haver relação entre a política de dividendos e a diretriz de governança.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Na Empresa Q1, entendo que o nível de distribuição de dividendos aos acionistas está mais correlacionado ao momento da empresa, e do entendimento dos acionistas de que o reinvestimento do lucro na própria empresa faz sentido para sustentar a tese de crescimento da Companhia.

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 10/12/2019

Cargo do Respondente: CFO e Diretor de Relações com Investidores

Tempo no exercício do cargo (meses): 3,5 anos

Nome: Kleber Gomes

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A

Número de empregados: 1.114 em 31/12/2018

Capital Social: R\$ 377.065.033,43 em 29/03/2019

Faturamento do último ano: R\$589,2 milhões em 2018

Origem do capital: Nacional Privado (x) Nacional Estatal () Internacional ()

Apêndice 9 – Empresa Q2

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

Sim. Divulgamos isso aos investidores através de comunicados e durante reuniões (presenciais ou não)

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

Eu acho que não. Nossa política de dividendos depende da política de investimentos, ou seja, quando temos muitos projetos e iniciativas para o futuro, pagamos menores dividendos (sendo o *payout* mínimo 25%)

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Eu acho que iniciativas de governança tendem a afetar mais os múltiplos de valuation da empresa, portanto afetando somente indicadores como o dividend yield (dividendo por ação sobre preço por ação). Porém, acho que iniciativas de governança não afetam significativamente a lucratividade/lucros da empresa, portanto também não afeta muito o *payout* (dividendos pagos sobre lucro líquido ajustado).

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 9/12/19

Cargo do Respondente: Gerente de Relações com Investidores

Tempo no exercício do cargo (meses): 6 meses

Nome: Fernando Klein

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Guararapes Confeções S/A

Número de empregados: 40 mil (aproximadamente)

Capital Social: R\$ 3,1 bilhões

Faturamento do último ano: R\$ 7,2 bilhões

Origem do capital:

Nacional Privado (x)

Nacional Estatal ()

Internacional ()

Apêndice 10 – Empresa Q3

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

Adotamos políticas de boas práticas de governança que não seguem especificamente o recomendado pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional, mas sim uma mescla de recomendações entre o disposto no Pratique ou Explique defendido pela Abrasca, recomendações da CVM, e o disposto pelo Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Tem mais de uma década que disponibilizamos em nosso site as políticas aprovadas pelo Conselho de Administração ou Assembleia Geral.

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

A política de dividendos tem aderência com a Política de Gestão de Riscos e Mercado Financeiros aprovada pelo Conselho de Administração. A política de dividendos prevê a periodicidade semestral e procura alcançar determinado nível de endividamento.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Não tem uma relação específica, a política de dividendos está relacionada ao nível de rentabilidade da companhia, seus planos de investimentos e o nível de endividamento. Não acredito que práticas de governança diferenciadas (maior rigidez) altere para cima ou para baixo a distribuição de dividendos.

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 09/12/2019

Cargo do Respondente: Vice Presidente Financeiro

Tempo no exercício do cargo (meses): 23 anos

Nome: Mauricio Perez Botelho

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: ENERGISA S/A

Número de empregados: aprox. 14 mil

Capital Social: R\$ 3,36 bilhões

Faturamento do último ano: R\$ 23,7 bilhões

Origem do capital:

Nacional Privado (X)

Nacional Estatal ()

Internacional ()

Apêndice 11 – Empresa Q4

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

Sim, a Empresa Q4 norteia sua atuação, embasado nas melhores práticas de Governança. No sítio eletrônico do BNB, existe a seção ‘Acionistas e Investidores’ contendo relatórios e documentos para conhecimento do público, além do ‘Informe de Governança – Código’. Existe, também, a seção ‘Sobre o Banco’ onde pode ser visualizada a ‘Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa’.

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

A Política de Dividendos adota como premissas: as disposições das Leis nº 6.404/1976 e nº 13.303/2016; as regulamentações expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM; o Estatuto Social do Banco; as deliberações da Assembleia Geral dos Acionistas do Banco; e as deliberações do Conselho de Administração.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

A política de dividendos do Banco busca formalizar através de parâmetros transparentes, a remuneração a seus acionistas, levando em consideração, dentre outras coisas, a sustentabilidade financeira do Banco, tendo como premissas a demonstração da solidez financeira para a manutenção de seus negócios e o retorno financeiro dos recursos diretos alocados pelo seu corpo de acionistas. A distribuição dos Dividendos obedece ao que determina a Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404/1976, portanto não há prática adicional – seja ela favorável ou desfavorável – para com o acionista.

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 31.10.2019

Cargo do Respondente: Área de RI

Tempo no exercício do cargo (meses): Área de RI

Nome: Área de RI

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S.A.

Número de empregados: Posição 31.12.2018 - 7.000 funcionário Capital Social: R\$ 3.813.000.000

Faturamento do último ano: Vide Demonstrações Financeiras. Favor verificar em:

<https://www.bnb.gov.br/demonstrativos-contabeis-e-documentos-cvm>

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal (X)

Internacional ()

Apêndice 11 – Empresa Q5

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

Sim, a Companhia após a realização do re-IPO, no final de 2016, vem se adequando às boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC. A divulgação é feita nos órgãos reguladores e fiscalizadores e no site da Companhia.

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

Sim, até por que a política de dividendos é um instrumento de governança corporativa.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

O Estatuto Social e a política de dividendos.

No Estatuto Social deve estar bem definida a remuneração para o acionista e a política de dividendos deve regulamentar as definições estipuladas no Estatuto Social.

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 28/10/2019

Cargo do Respondente: Gerente de Relações com Investidores

Tempo no exercício do cargo (meses): 11 anos e 7 meses

Nome: Sonival Bergamann

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar

Número de empregados: 7 mil

Capital Social: R\$ 2.854.951.992,50

Faturamento do último ano: R\$ 4 bilhões

Origem do capital:

Nacional Privado (38,5%)

Nacional Estatal (20,0%)

Internacional (41,5%)

Apêndice 12 – Empresa Q6

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

Desde 2012, quando realizou a abertura de capital no segmento Bovespa Mais da então BM&FBOVESPA (atual B3), passou a adotar voluntariamente práticas de governança superiores às exigidas pela legislação vigente. Adicionalmente, em 2017, migrou para o Novo Mercado, segmento reconhecido por ser o mais avançado em governança. A divulgação é feita nos Websites da B3, CVM e do RI da Sinqia.

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

Não, visto que a distribuição de dividendos depende do lucro líquido ajustado, que por sua vez não depende do nível de governança, mas sim da capacidade de geração de resultados (lucro/caixa) pela Companhia.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Diretamente não, de acordo com o Estatuto Social da Companhia, a distribuição de dividendos deve ser de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado, em conformidade com a Lei das S.A., mas poderá deixar de distribuir dividendos ou JSCP em algumas hipóteses, como a inexistência de lucro líquido no exercício social ou a inexistência de saldo positivo nas contas de lucros acumulados e reservas de lucros. De acordo com a LSA, a distribuição de dividendos deixará de ser obrigatória no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária serem os dividendos incompatíveis com a situação financeira.

Portanto, o nível de distribuição de dividendos é diretamente afetado pelo resultado financeiro da Companhia que, por sua vez, não necessariamente está associado às práticas de governança corporativa.

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 12/12/2019

Cargo do Respondente: Assistente de RI

Tempo no exercício do cargo (meses): 2 meses

Nome: Eduardo Froes

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: SINQIA S.A.

Número de empregados: Mais de 1.100.

Capital Social: R\$ 413.261.000,00.

Faturamento do último ano: R\$ 142.109.000,00.

Origem do capital: Dado não divulgado.

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()

Apêndice 13 – Empresa Q7

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Caro Executivo,

- Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Sobre este tema, indagamos:

i) Sua empresa tem adotado voluntariamente “boas” práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC ou outro órgão nacional ou internacional? Desde quando? Como a empresa divulga isto para os *stakeholders* em geral?

A Empresa Q7 segue as mais avançadas práticas de Governança Corporativa e, dentre elas cabe destacar, membros independentes no Conselho de Administração, diferentes executivos na Presidência do Conselho e da Diretoria, Conselho Fiscal

permanente, Comitê de Pessoas, Comitê de Sustentabilidade, Comitê de Auditoria e Gestão de Riscos e Comitê Estratégico, Manual para Participação de Acionistas em Assembleia, regimentos internos próprios para o Conselho de Administração (CA), Conselho Fiscal, Comitês e Diretoria, mecanismos de avaliação formal do CA, da Diretoria, da Presidência do CA e dos Comitês e a criação do cargo de secretário do CA e dos Comitês.

No ano de 2018, a Companhia revisou todo o seu sistema de Governança Corporativa, na qual novas práticas foram adotadas, como a eleição individual para o Conselho de Administração, e outras já existentes foram aprimoradas. A Empresa Q7 foi a primeira empresa brasileira a divulgar ao mercado o “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa”, e com apenas dois itens a serem explicados dentre os 54 constantes no documento. Ainda em 2018, a Companhia criou a Secretaria de Governança Corporativa, para apoio às atividades relacionadas ao funcionamento de governança, ao atendimento e relacionamento com acionistas e agências de voto, inclusive de questões relacionadas às assembleias, assim como para a proposição e implementação de processos que promovam sempre as melhores práticas.

Já em 2019 a Companhia fez novos movimentos para aprimorar seu sistema de Governança Corporativa, passando para apenas um item a ser explicado dentre os 54 constantes no Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa.

Todas as informações e detalhes sobre as práticas de Governança Corporativa da Empresa estão disponíveis em seu *site* de Relações com Investidores, no Relatório Anual e Formulário de Referência, os quais também podem ser acessados no *site* de RI.

ii) Você considera que pode haver relação entre a política de dividendos e as diretrizes da governança corporativa da empresa?

Quanto aos dividendos, a Companhia prevê em seu Estatuto Social que parcela de pagamento obrigatória não poderá ser inferior, em cada exercício, a 25% do lucro líquido anual ajustado. Além disso, a Empresa Q7 possui Política de Destinação de Resultados da Companhia, aprovada pelo Conselho de Administração em

outubro/2018, que traz maiores detalhes sobre a distribuição de dividendos. A mesma segue em anexo.

No mês de janeiro de cada ano, o Conselho de Administração, após considerar a política de crescimento sustentado da Companhia e seu plano de investimentos, determina o percentual do lucro líquido do exercício anterior que será levado para apreciação dos acionistas em assembleia geral, como distribuição de dividendos. Desde o ano de 2013, apesar do mínimo previsto em Estatuto Social, o percentual de distribuição de dividendos tem sido de 40% do resultado do exercício.

iii) Você considera que pode haver alguma(s) prática(s) de governança corporativa que possa(m) ter efeito direto (favorável ou desfavorável) sobre o nível de distribuição de dividendos para os acionistas? Quais? De que forma?

Trimestralmente, a Companhia credita juros sobre capital próprio aos seus acionistas, que são pagos juntamente com o dividendo anual (até 10 (dez) dias após a Assembleia Geral Ordinária que aprovar a destinação dos resultados do ano anterior).

Adicionalmente, favor responder a identificação abaixo.

Não serão divulgados nome da empresa e executivo, nem quaisquer informações sensíveis ao negócio, mas utilizadas somente no âmbito interno da pesquisa:

Data de resposta: 19/12/2019

Cargo do Respondente: Analista de governança corporativa

Tempo no exercício do cargo (meses):

Nome: Juliana Brasil Reis

DADOS GERAIS SOBRE A EMPRESA

Razão Social: Lojas Renner S/A

Número de empregados:

Capital Social:

Faturamento do último ano:

Origem do capital:

Nacional Privado ()

Nacional Estatal ()

Internacional ()