



Agosto 2019 - ISSN: 1988-7833

FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS DO SETOR DE MATERIAIS BÁSICOS BRASILEIRO

DETERMINING FACTORS OF THE DIVIDEND POLICY IN COMPANIES OF THE BRAZILIAN BASIC MATERIAL SECTOR

Yuri Romeiro Guedes ¹–
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Jackeline Lucas Souza ²–
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Francisco Ivander Amado Borges Alves ³–
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Yuri Romeiro Guedes, Jackeline Lucas Souza y Francisco Ivander Amado Borges Alves (2019): "Fatores determinantes da política de dividendos em empresas do setor de materiais básicos brasileiro", Revista Contribuciones a las Ciencias Sociales, (agosto 2019). En línea:


<https://www.eumed.net/rev/ccss/2019/08/politica-dividendos-empresas.html>


RESUMO:


A política de dividendos é considerada um atrativo aos investidores nas decisões de onde e em que investir, definindo-se pelo quanto é retido e distribuído de lucros dos acionistas influenciando, portanto, o valor de mercado da empresa. Esta pesquisa tem por objetivo identificar os fatores determinantes na distribuição de dividendos das empresas brasileiras no setor de Materiais Básicos da B3. Setor este que produz os principais materiais a serem utilizados pelos demais setores da economia, porém não havia sido investigado pela literatura anterior. A pesquisa é quantitativa, descritiva e documental, com a amostra não probabilística delimitada em 30 empresas brasileiras do setor de Materiais Básicos, que publicaram seus demonstrativos do período de 2010 a 2016. Foi utilizada estatística descritiva, a regressão logit (*dummy* associada se houve ou não distribuição de dividendos) e a regressão com dados em painéis com efeito fixo (valor dos dividendos). Os achados indicaram que o tamanho, a rentabilidade e a idade contribuem positivamente com a probabilidade da empresa distribuir dividendos (modelo logit), e que a rentabilidade influenciou positivamente o valor

¹ Bacharelado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Estagiário no Banco do Nordeste (BNB).
E-mail: yuriromeiro@gmail.com

² Doutora em Engenharia Civil – Recursos Hídricos, pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professora do Departamento de Contabilidade (DC) da Universidade Federal do Ceará. Coordena o Grupo de Pesquisa de Economia e Contabilidade Ambiental (GECA) da UFC e SEUMA-Secretaria de Urbanismo e Meio Ambiente (2017- atual). Co-tutora do PET do curso de Ciências Contábeis (CC - UFC) e vice-coordenadora do curso de Ciências Contábeis (CC - UFC).

 <http://lattes.cnpq.br/7976879576387623>. E-mail: jackeline.souza@hotmail.com

³ Bacharel em Ciências Contábeis (2018) pela Universidade Federal do Ceará (UFC), com distinção por excelência acadêmica (Magna Cum Laude, Janeiro/2019). Atuante nos setores contábeis e fiscal de empresas e, com desenvolvimento de trabalhos em BPO.  <https://orcid.org/0000-0001-7633-2966>.

 <http://lattes.cnpq.br/1624862152638606>. Email: ivandborges@gmail.com

dos dividendos, em contrapartida o tamanho e a existência de acordo de acionistas impactaram de forma inversa o valor dos dividendos (modelo com dados em painel).

Palavras-Chave: Dividendos. Materiais Básicos. Fatores Determinantes.

ABSTRACT:

Dividend policy is considered as an attraction to investors in the decisions of where and in which to invest, defined by how much is retained and distributed of shareholder profits, thus influencing the market value of the company. The objective of this research is to analyze the determining factors in the distribution of dividends of Brazilian companies in the Basic Materials sector. This sector produces the main materials to be used by other sectors of the economy, but has not been investigated by previous literature. The research is quantitative, descriptive and documentary, with the sample delimited in 30 Brazilian companies in the Basic Materials sector, which published their statements for the period from 2010 to 2016. Descriptive statistics were used, logit regression (associated dummy if there was or not distribution of dividends) and the regression with data in panels with fixed effect (value of the dividends). The findings indicated that size, profitability and age contributed positively to the company's probability of distributing dividends (logit model), and that profitability positively influenced the value of dividends, in contrast the size and existence of shareholders' agreement impacted the dividend value (model with panel data).

Key Words: Dividend. Basic Material. Determining Factors.

1 INTRODUÇÃO

A política de dividendos é uma decisão organizacional dinâmica, onde os recursos a serem distribuídos são ajustados aos investidores em função de indicadores econômico-financeiros das empresas. O efeito dessa política sobre o valor da empresa e sua relevância, continua sendo um tema discutível entre os pesquisadores, haja vista recentes pesquisas que têm sido publicadas a respeito desse comportamento investigativo na distribuição de dividendos (RABELO *et al.*, 2017; KRONBAUER *et al.*, 2014; RAMOS *et al.*, 2014; GRULLON *et al.*, 2002).

Observa-se, que a política de distribuição de dividendos é uma decisão relacionada ao planejamento estratégico, uma vez que ela possibilita atrair novos investidores, manter os antigos e definir a quantidade do resultado a ser retida nas reservas instituídas na organização. Além disto, trata-se de um tema relevante à área de financeira, por falta de consenso sobre os fatores influenciadores da decisão de quando distribuir e quanto reter do resultado (CORREIO *et al.*, 2017; ZANON, ARAÚJO e NUNES, 2017; FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010).

Identificar quais fatores influenciam as empresas em suas decisões de retenção e distribuição do seu resultado é de importância para gestores financeiros, investidores e órgãos reguladores de mercado. Dessa forma, este estudo se propõe a responder a seguinte questão de pesquisa: **Quais os fatores determinantes da distribuição de dividendos nas empresas brasileiras do setor de Materiais Básicos?** Para tanto, foi traçado como objetivo geral da pesquisa identificar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras no setor de Materiais Básicos. Setor este que produz os materiais que serão utilizados pelos demais setores da economia, contudo, não havia sido analisado anteriormente.

Empregou-se dois modelos econométricos: o primeiro trata-se de uma regressão *logit*, a qual objetiva verificar quais os fatores que influenciam a distribuição de dividendos; o segundo modelo é uma regressão com dados em painéis estimada por efeito fixo, a qual objetiva identificar os fatores que influenciam o valor distribuído. Os achados da pesquisa foram no sentido que a rentabilidade, a idade e o tamanho das empresas favorecem a probabilidade da empresa distribuir dividendos (resultados do modelo com regressão *logit*). Além disto, constatou-se que a distribuição de dividendos é influenciada positivamente pela rentabilidade, em contrapartida ao tamanho das empresas (mensurado pelo logaritmo natural do ativo total) e a existência de acordo entre os acionistas que se relacionaram de forma inversa com a distribuição de dividendos (resultados da regressão com dados em painéis).

Dentro dessa proposta, a distribuição de dividendos pode ser usada como ferramenta estratégica para valorizar a empresa, suscitando a atração de novos sócios e ampliação de pesquisas que proporcionam avanços na temática. A pesquisa está estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção remete-se ao referencial teórico, abordando questões que envolvem os determinantes da política de dividendos, junto com suas teorias e estudos anteriores. A terceira seção trata da metodologia e dos procedimentos usados para coleta, tabulação e análise dos dados. Na quarta seção estão os resultados da pesquisa. Por fim, a última seção é dedicada às considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de dividendos

O termo dividendo se refere ao meio de distribuição de parte do lucro apurado pela empresa em um exercício social ou de saldos de lucros acumulados, aos seus acionistas, configurando-se como a remuneração mais comum dos mesmos (ROSS, 2010). Logo, a decisão de distribuir dividendos está condicionada à apuração de resultado líquido positivo e da organização ter disponibilidade financeira para efetuar o pagamento.

Entende-se por política de dividendos, as decisões das empresas relacionadas à proporção do lucro a distribuir com os acionistas, bem como a se haverá ou não distribuição de dividendos, quanto será distribuído e em que período (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014). Uma política de dividendos deve ser definida visando a maximização da riqueza dos acionistas da empresa.

Para Ross (2008) as empresas analisam o pagamento de dividendos como uma decisão muito importante, pois é através dela que se determina os volumes de recursos distribuídos aos acionistas e os retidos para reinvestimento. Dessa forma, a política de dividendos também pode transmitir informação ao acionista a respeito do desempenho da empresa.

A primeira contribuição financeira recebida por uma empresa antes de iniciar as suas atividades deriva do capital investido pelo acionista. Com isso, o acionista espera receber retornos que podem ser por meio de dividendos, juros sobre capital próprio, pró-labores, dentre outras

eventuais remunerações (RABELO *et al.*, 2017). No Brasil, os meios mais utilizados de remuneração dos acionistas pelo investimento feito na companhia são por meio de pagamentos dos dividendos e de juros sobre capital próprio (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017).

A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (intitulada de Leis das Sociedades por Ações), em seu artigo 202 indica que o estatuto da companhia deve estabelecer a parcela condizente ao dividendo obrigatório. Ainda segundo o artigo 202, se o estatuto for omissivo quanto a essa parcela, o dividendo mínimo obrigatório corresponderá a 50% do lucro líquido, em cada exercício, diminuído ou acrescido dos valores relativos à importância destinada à reserva legal e ao montante destinado à formação da reserva para contingências.

Quanto ao direito de recebimento, os dividendos são classificados entre cumulativos ou não cumulativos. Os cumulativos concedem aos acionistas o direito de recebimento no exercício em que o lucro for satisfatório, em contrapartida que os dividendos não cumulativos não garantem esse direito aos acionistas (IUDÍCIBUS *et al.*, 2013; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015; MELO; FONSECA, 2015).

Na vertente de apropriação dos lucros, os dividendos podem ser apontados como mínimos, fixos e obrigatórios. Os dividendos fixos e mínimos são predefinidos no estatuto das companhias e são os tipos geralmente atribuídos aos acionistas preferencialistas. Além disso, a deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aponta que ao contrário dos dividendos fixos, apenas o dividendo mínimo proporciona aos seus beneficiários à participação nos lucros (IUDÍCIBUS *et al.*, 2013; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015; LOSS; NETO, 2006).

Ademais, a CVM junto a Lei nº 6.404/76, também deliberam sobre casos em que os dividendos não são pagos, são eles: insuficiência de lucros; as ações mantidas em tesouraria não têm direito a dividendos; situação financeira da companhia incompatível com a distribuição; e quando o montante a ser distribuído como dividendo obrigatório é suficiente apenas para pagamento dos portadores de ações preferenciais com dividendos fixos ou mínimos, os acionistas votantes não receberão dividendos no exercício.

2.2 Teorias da política de dividendos

A política de dividendos é objeto de estudo de diversas teorias, que buscam proporcionar um melhor entendimento sobre o assunto ao tentarem explicar a política de dividendos. Dentre elas destacam-se a teoria da Irrelevância dos dividendos, a teoria do Pássaro na mão, o Efeito Clientela e a teoria da Sinalização (KRONBAUER *et al.*, 2014; ROSS, 1977; SPENCER, 1973; ELTON; GRUBER, 1970; MILLER; MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1959; LINTNER, 1956).

Modigliani e Miller (1961) indicaram que a política de dividendos da empresa não altera o valor da firma no tempo, considerando esta política irrelevante para o valor da empresa dada a existência de um mercado perfeito. Contudo, a evidência empírica posterior vem encontrando resultados divergentes desta proposição da irrelevância dos dividendos.

Dentre as teorias que consideram a relevância dos dividendos há a teoria do Pássaro na mão, desenvolvida por Linter (1956) e Gordon (1959). A teoria defende a relevância dos dividendos, argumentando que uma distribuição elevada de dividendos beneficia os acionistas por reduzir a incerteza do retorno do capital investido. Os acionistas objetivariam minimizar o risco do investimento e aumentar o valor da empresa, de forma que o risco deve ser compatível com o retorno esperado. Dessa forma, os acionistas preferem receber dividendos o quanto antes e, assim as empresas que mais distribuem dividendos seriam as mais atrativas para investimentos e, portanto, teriam as ações mais valorizadas pelos investidores (KRONBAUER *et al.*, 2014; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Outra teoria é a do efeito clientela. A hipótese de clientela está relacionada a existência de um efeito clientela na política de distribuição de dividendos, que consistiria na preferência dos investidores por determinadas ações de acordo com um nível de pagamento de dividendo mais adequado a sua faixa de tributação, ou seja, a teoria prevê que os investidores é que procuram as firmas com política de dividendos que atendem à sua própria expectativa de recebimento deles ou não (MILLER; MODIGLIANI, 1961; ELTON; GRUBER, 1970; HOLANDA; COELHO, 2012; GALLO, 2015).

Além destas teorias que abordam sobre a política de dividendos, há também a teoria da sinalização. Esta teoria objetiva identificar como uma informação fornecida pode diminuir a assimetria informacional e o efeito sinalizador dessa informação aos diversos *stakeholders*. (JANISZEWSKI *et al.*, 2017; CONNELLY; HAGEN; SCHROEDER, 2011; RABELO *et al.*, 2017; ROSS, 1977; SPENCE, 1973).

No âmbito de distribuição de dividendos, quando uma empresa divulga alterações na sua política de dividendos, a mesma está enviando informações ao mercado financeiro. A adoção de políticas relacionadas ao maior pagamento de dividendos são acompanhadas de elevação no preço

de mercado das ações, em contraponto ao fato de reduções na distribuição de dividendos não serem bem recepcionadas pelo mercado, indicando indícios que a situação econômico-financeira das empresas não está saudável e por consequência provoca a queda na cotação das ações (VIANA JÚNIOR; PONTE, 2015; KRONBAUER; *et al.*, 2014; REBOUÇAS; ALMENDRA; VASCONCELOS, 2017).

2.3 Estudos anteriores

Dentre as diversas abordagens empíricas do tema, há destaque para as pesquisas que analisaram a política de dividendos como um efeito sinalizador de rentabilidade futura da empresa, apoiada na teoria da sinalização e; aqueles estudos dedicados a identificar os fatores determinantes que influenciam a distribuição de dividendos, baseado na relevância dos dividendos na tomada de decisão da empresa (RABELO *et al.*, 2017; ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017; CORREIO *et al.*, 2017; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; RIBEIRO, 2010).

O presente trabalho está em sintonia com o segundo grupo de estudos, de forma que se objetiva identificar os fatores determinantes da política de dividendos do setor de Materiais Básico brasileiro. Este artigo objetiva proporcionar maior entendimento sobre a política de dividendos, dado que os estudos anteriores encontraram evidências conflitantes, alguns concluíram pela relevância da política de dividendos, outros não puderam identificar tal relevância (ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017; CORREIO; *et al.*, 2017; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015).

Ribeiro (2010), no seu estudo recorreu ao montante de dividendos por ação (DPA) como variável dependente e determinou como variáveis independentes: resultado líquido, *cash-flow*, taxa de crescimento de vendas, autonomia financeira, rentabilidade do ativo, os dividendos do período anterior e preço das ações no mercado de capital (COT). A amostra corresponde a 38 empresas não financeiras que integram a *Euronext Lisbon* (Portugal). Utilizando regressão estimada por Mínimos Quadrados Ordinários com desvios-padrão robustos, obteve-se como resultado que quanto maior for o fluxo financeiro gerado pela empresa num exercício, mais elevado será o valor de dividendos distribuídos no período, tendo em vista uma relação positiva dos dividendos por ação com as variáveis *cash-flow* e COT, em contrapartida a uma relação negativa com as demais variáveis.

Já na pesquisa realizada por Ferreira Júnior *et al.* (2010), que teve a finalidade de analisar os principais fatores determinantes da política de dividendos de 108 firmas brasileiras no período 1997 a 2004, considerou como variáveis dependentes: índice de pagamento de dividendos e rendimento de dividendos (razão entre os dividendos anuais por ação pelo preço da ação); e variáveis explicativas: estabilidade dos dividendos, instabilidade das receitas, oportunidades de crescimento, tamanho, índice de liquidez corrente e alavancagem financeira. Com apoio da regressão com dados em painel, os resultados indicaram que há relação do índice de pagamento de dividendos não encontrou resultados que indicassem uma influência dos fatores determinantes. Em relação ao rendimento de dividendos, apesar de uma melhor representatividade das variáveis, não se pode apresentar conclusões das mesmas.

Em pesquisa mais recente, Forti, Peixoto e Alves (2015) buscaram identificar os fatores que influenciam a política de distribuição de proventos para uma amostra de 300 empresas de capital aberto. Os autores objetivaram identificar qual a relação do tamanho relativo dos valores distribuídos aos acionistas (Dividendos/Ativo Total) com o tamanho da firma, governança corporativa, rentabilidade, alavancagem, *market to book*, liquidez, investimentos, risco, crescimento dos lucros, assimetria informacional e conflitos de agência. Com o uso dos métodos econométricos *Tobit* e *Generalized Method of Moments* (GMM), verificou a existência uma relação positiva com os determinantes: Tamanho, ROA, *Market to Book*, Liquidez e Crescimento dos Lucros; e negativa com: *Leverage*, Liquidez elevada ao quadrado, *Capex*, Beta e *Tag Along* 100%.

Por sua vez, Zanon, Araújo e Nunes (2017) buscaram verificar se havia relação entre o valor de mercado (*Market to Book*) e os dividendos distribuídos (*Payout*) para uma amostra de 33 empresas listadas na B3 no período de 2000 a 2017. Por meio da estimação de regressão com dados em painel, os resultados indicaram que não há relação entre o valor de mercado e os dividendos, quando são desconsideradas as distribuições de dividendos em períodos que houve prejuízo para a empresa, verificou-se haver relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos.

Fundamentado no arcabouço teórico anterior, o presente trabalho definiu-se cinco hipóteses para se identificar os determinantes da política de dividendos.

Espera-se que a concentração acionária tenha efeito inverso sobre a distribuição de dividendos (Hipótese 1) e que a existência de acordos de acionistas tenha efeito positivo sobre a distribuição de dividendos (Hipótese 2). Acionistas mais fortes fazem seus interesses prevalecerem em relação a

vontade dos administradores e sobre os minoritários. Quando há acionista controlador, este pode utilizar de sua influência para dispor das riquezas da entidade em seu interesse, ao invés de promover maior distribuição de dividendos. Quando os acionistas se reúnem e firmam acordos de acionistas, o esperado é que haja maior distribuição de dividendos, uma vez que eles passam a dividir o controle e a assim, a ter influência colegiada sobre a política de dividendos (RABELO *et al.*, 2017; FONTELES *et al.*, 2012; HOLANDA; COELHO, 2012).

Hipótese 1: *A concentração acionária tem efeito inverso sobre a distribuição de dividendos.*

Hipótese 2: *A existência de acordo de acionistas contribui positivamente para a distribuição de dividendos.*

Para a rentabilidade é esperado um efeito positivo sobre os dividendos (Hipótese 3). Apesar de nem todo o lucro ser de fato disponibilidade, a empresa poderá desenvolver uma série de ações para resgatar seus recebíveis e assim ter disponibilidade para pagar os dividendos. Diferentemente das empresas pouco rentáveis que além de terem menor lucratividade, geralmente dispõem de menor disponibilidade, de forma que não chegam a declarar dividendos representativos. Empresas mais rentáveis são capazes de financiar o crescimento e ainda assim remunerar os acionistas. Explicação adicional está na centrada no efeito sinalizador dos dividendos distribuídos, de forma que a maior distribuição de dividendos sinaliza boas notícias sobre seu desempenho financeiro da firma (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Hipótese 3: *A rentabilidade contribui positivamente para a distribuição de dividendos.*

Espera-se que as empresas mais maduras distribuam mais dividendos (Hipótese 4), e que o tamanho das empresas contribua positivamente para a distribuição de dividendos (Hipótese 5). As empresas maiores e mais maduras tendem a distribuir mais dividendos do que as empresas jovens e em consolidação no mercado. A distribuição de dividendos tem um efeito sinalizador da atuação destacada das empresas maiores e mais maduras em seus mercados, haja vista que estas empresas acessam de forma facilitada o mercado de capitais e assim necessitam tornar seus papéis atraentes a propensos investidores.

De forma alternativa, as firmas menores e mais jovens estão em fase de crescimento e consolidação, dessa forma elas necessitam de todos os recursos disponíveis para financiar o crescimento, assim há uma predominância em reter os lucros para financiar os projetos de crescimento ao invés de distribuí-los e reduzir a disponibilidade de fundos internos (CORREIO *et al.*, 2017; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014; FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010).

Hipótese 4: *A idade contribui positivamente à distribuição de dividendos.*

Hipótese 5: *O tamanho contribui positivamente à distribuição de dividendos.*

O setor de Materiais Básicos da B3 (Bolsa, Brasil, Balcão – a bolsa de valores brasileira) é composto por onze segmentos: Embalagens (1 empresa), Madeira (2), Papel e celulose (6), Materiais diversos (1), Minerais metálicos (4), Fertilizantes e defensivos (2), Petroquímicos (3), Químicos diversos (2), Artefatos de cobre (1), Artefatos de ferro e aço (3) e Siderurgia (6). Essencialmente, esse setor produz os materiais e produtos que serão utilizados pelos outros setores da economia, daí a importância dele como produtor de materiais necessários para todo o desenvolvimento da economia.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

Quanto à abordagem metodológica recorreu-se ao método dedutivo. Este método parte do geral para os casos específicos, normalmente fundamentado em teorias e Leis previamente estabelecidas. Nesta pesquisa empregou-se as teorias comumente adotadas nas pesquisas sobre política de dividendos para fundamentar a hipótese que fatores determinantes influenciam na distribuição de dividendos da empresa brasileira (MARTINS; THEÓPHILO, 2007; RABELO *et al.*, 2017; ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017).

Quanto ao objetivo, a pesquisa é classificada como descritiva. Segundo Lakatos e Marconi (2017) esse tipo de método visa descrever as características de determinada população ou fenômeno específico, envolvendo técnicas de coletas de dados para identificar e obter informações sobre as variáveis. Em se tratando da abordagem do problema, o estudo é quantitativo, haja vista que os dados coletados foram submetidos a testes estatísticos para avaliação da validade das hipóteses da pesquisa e realização de inferências a partir dos resultados obtidos (PRODANOV; FREITAS, 2013; GIL, 2017; RABELO *et al.*, 2017).

A pesquisa é documental quanto aos procedimentos técnicos utilizando-se dados secundários, uma vez que os dados foram coletados de documentos: nos formulários de referência (FR) das empresas, presentes no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e, ainda de informações

disponíveis no *website* da B3 (resultante da combinação da BM&FBovespa com a Cetip), em seguida foram tabulados no *websoftware* Planilhas Google (MARTINS; THEÓFILO, 2007; PRODANOV; FREITAS, 2013; LAKATOS; MARCONI, 2017; GIL, 2017).

3.2 Amostra, variáveis e métodos de análise

O universo da pesquisa contempla as 32 empresas listadas no segmento de Materiais Básicos da B3, sendo a amostra não probabilística formada por 30 empresas do referido setor entre 2010 e 2016, perfazendo um total de 201 observações, após eliminadas as observações das empresas em que o patrimônio líquido é negativo e não possuíam dados para as variáveis dependentes.

Para identificar os fatores influenciadores da política de distribuição de dividendos foram coletados dados para duas variáveis dependentes: uma *dummy* de distribuição de dividendos, que assume valor 1 quando a empresa realizou alguma distribuição de dividendos e 0 caso contrário e, uma variável métrica relacionada ao valor distribuído de dividendos em reais mil (R\$ mil). Em se tratando dos fatores determinantes da política de dividendos testou-se cinco possíveis fatores recorrentes na literatura prévia mencionados na Tabela 1: a concentração acionária do acionista controlador, uma *dummy* relacionada se há ou não acordo de acionistas, a rentabilidade mensurada pelo ROA, a idade da empresa e o tamanho mensurado pelo logaritmo natural do total de ativos.

Tabela 1 - Descrição das variáveis da pesquisa.

Tipo	Sigla	Variável	Métrica	Estudos anteriores
Dependente	DIV	<i>Dummy</i> dividendos	1 se empresa distribuiu dividendos, 0 se não distribuiu	-
	VALOR DIV	Dividendos distribuídos	Valor distribuído de dividendos	Rabelo <i>et al.</i> (2017)
Independente	CON	Concentração acionário	Percentual de ações em posse do acionista controlador	Fonteles <i>et al.</i> (2014); Holanda e Coelho (2012)
	ACORDO	Acordo de acionistas	1 se há acordo de acionistas na empresa, 0 caso contrário	Holanda e Coelho (2012)
	ROA	Retorno sobre os ativos	Lucro líquido/Ativo total	Almeida; Tavares; Pereira (2014); Fonteles <i>et al.</i> (2014)
	IDADE	Idade da empresa	Idade da empresa	Rabelo <i>et al.</i> (2017).
	TAM	Tamanho	<i>Ln</i> do Ativo total	Almeida; Tavares; Pereira (2014)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para alcançar o objetivo da pesquisa são propostos os modelos de regressão logit (Equação 1), que teve a *dummy* de distribuição de dividendos como variável dependente, e o modelo de regressão linear estimada por Mínimo Quadrados Ordinários (MQO) (Equação 2), que teve o valor dos dividendos como variável dependente.

$$DIV = \alpha + \beta_1 CON + \beta_2 ACORDO + \beta_3 ROA + \beta_4 IDADE + \beta_5 TAM \quad (\text{Equação 1})$$

$$VALOR DIV = \alpha + \beta_1 CON + \beta_2 ACORDO + \beta_3 ROA + \beta_4 IDADE + \beta_5 TAM \quad (\text{Equação 2})$$

Portanto os dados serão analisados através de estatística descritiva e emprego de dois modelos de regressão. A estatística descritiva será empregada para a exploração inicial dos dados. Os modelos de regressão buscam identificar se os fatores determinantes contribuem à distribuição de dividendos.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística descritiva das variáveis descritas na pesquisa

A amostra da pesquisa corresponde a 30 empresas entre 2010 e 2016, totalizando 201 observações. A amostra está distribuída em 11 segmentos constituintes do setor de Materiais Básicos brasileiro. Os segmentos mais representativos foram: Papel e celulose (21,76% das observações da amostra), Siderurgia (18,13%) e Minerais Metálicos (12,95%) (Tabela 2).

Tabela 2 – Distribuição da amostra entre o setor de materiais básicos

Segmento	Frequência	Percentual (%)	Percentual Acumulado (%)
Embalagem	7	3,48	3,48
Madeira	14	6,97	10,45
Papel e Celulose	42	20,90	31,34
Materiais Diversos	7	3,48	34,83
Minerais Metálicos	25	12,44	47,26
Fertilizantes e Defensivos	13	6,74	53,73
Petroquímicos	16	7,96	61,69
Químicos Diversos	14	6,97	68,66
Artefatos de Cobre	7	3,48	72,14
Artefatos de Ferro e Aço	21	10,45	82,59
Siderurgia	35	17,41	100
Total	201	100	

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 3 evidencia a análise descritiva comparativa entre os segmentos de atuação das empresas da amostra quanto ao fenômeno da distribuição ou não de dividendos. O teste *Pearson* $\chi^2(10) = 46,0580$ indicou que, de fato, há diferença entre os segmentos de atuação quanto a distribuição ou não de dividendos entre as empresas. Verifica-se que do total da amostra, 80 (39,80%) observações correspondem à não distribuição de dividendos e, 121 (60,20%) distribuíram dividendos, este achado indica que o comportamento distribuidor dos resultados, através de dividendos, como predominante nas empresas do setor.

Tabela 3 – Distribuição da *dummy* dividendo por segmento de atuação

DIV	Distribuiu dividendos				Não distribuiu dividendos			
	Quant. obs	Coluna (%)	Linha (%)	Total (%)	Quant. Obs	Coluna (%)	Linha (%)	Total (%)
Embalagem	1	0,83	14,29	0,50	6	7,50	85,71	2,91
Madeira	14	11,57	100	6,97	0	0	0	0
Papel e Celulose	24	19,83	57,14	11,94	18	22,50	42,86	8,96
Materiais Diversos	4	3,31	57,14	1,99	3	3,75	42,86	1,49
Minerais Metálicos	15	12,40	60,00	7,46	10	12,50	40,00	4,98
Fertilizantes e Defensivos	0	0	0	0	13	16,25	100,00	6,47
Petroquímicos	8	6,61	50,00	3,98	8	10,00	50,00	3,98
Químicos Diversos	10	8,26	71,43	4,98	4	5,00	28,57	1,99
Artefatos de Cobre	2	1,65	28,57	1,00	5	6,25	71,43	2,49
Artefatos de Ferro e Aço	16	13,22	76,19	7,96	5	6,25	23,81	2,49
Siderurgia	27	22,31	77,14	13,43	8	10,00	22,86	3,98
Total	121	100,00	60,20	60,20	80	100,00	39,80	39,80

Pearson $\chi^2(10) = 46,0580$

Valor-p = 0,000

OBS1: Coluna (%): Representa o percentual da quantidade de observações do segmento com os outros segmentos que estão na mesma coluna: de distribuição ou não distribuição de dividendo.

OBS2: Linha (%): Representa o percentual da quantidade de observações da linha do segmento, ou seja, analisa o percentual somente de um segmento, tanto para as observações que distribuíram como para as observações que não distribuíram seus dividendos.

OBS3: Total (%): Representa o percentual da quantidade de observações considerando o total das 193 observações analisadas.

Fonte: Elaborado pelos autores.

No grupo que distribuiu dividendos (Tabela 3), os segmentos mais representativos são: Siderurgia (13,43% das observações da amostra), Papel e Celulose (11,94%) e Artefatos de Ferro e Aço (7,96%). Para o grupo que não distribuiu dividendos, os segmentos em que houve destaque à não distribuição foram: Papel e Celulose (8,96% das observações), Fertilizantes e Defensivos (6,47%) e Minerais Metálicos (4,98%).

A exploração das variáveis independentes da pesquisa pode ser observada na Tabela 4. A aplicação da estatística descritiva proporciona um maior entendimento e análise inicial acerca das variáveis. Com isso, efetuou-se a avaliação da média, mediana, desvio-padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo para as variáveis da pesquisa.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis independentes da pesquisa

Estatísticas	Valor dividendo (R\$)	Idade	Tamanho	ROA
N	201	201	201	201
Média	365.059.098,62	56	15,27	0,004
Mediana	7.362.733,20	57	15,48	0,013
Desvio Padrão	1.502.332.258,36	22	2,17	0,104
Coeficiente de Variação	4,12	0,40	0,14	29,534
Mínimo	0,00	12	10,73	-0,791
Máximo	9.778.653.433,00	117	19,66	0,454

Fonte: Elaborado pelos autores.

É possível identificar o valor médio de dividendo de R\$ 365.059.098,62; com alto desvio padrão, indicando alta variabilidade. Em algumas empresas não há nenhuma distribuição de dividendos, seja porque a empresa teve prejuízo no exercício ou pela decisão da organização em não distribuir dividendos para compensar prejuízos passados, enquanto outras empresas a distribuição atingiu R\$ 9.778.653.433,00.

Quanto à idade, a média é de aproximadamente 56 anos, valor próximo da mediana, de forma que as empresas não são tão diferentes no que se refere à idade, mesmo havendo uma empresa bem jovem, com 12 anos, e outra bem mais antiga, com 117 anos. O tamanho das empresas também não se mostrou discrepante quando relativizado pelo logaritmo natural.

Em relação ao retorno sobre o ativo (ROA), verifica-se haver uma baixa rentabilidade média do setor de Materiais Básicos (0,004 vezes), além disto, a rentabilidade do setor é bastante heterogênea, havendo empresas que operam com prejuízos (rentabilidade de -0,791) em contrapartida às empresas bem mais rentáveis (0,454) (Tabela 5).

4.2 Estatística experimental das variáveis

Na Tabela 5 consta a matriz de correlação, a qual relaciona a variável dependente 'Valor do dividendo' com os fatores determinantes da política de dividendos. Houve evidências de que as empresas mais maduras, as mais rentáveis e as maiores, tendem a distribuir maior volume de dividendos. Em contrapartida, a concentração dos acionistas (CON) e a existência ou não de acordo entre eles (ACORDO) não tiveram correlação significativa para influenciar o valor de dividendo distribuído. Não houve indícios de haver correlação forte (acima de 0,65) entre os fatores determinantes.

Tabela 5 – Correlação das variáveis utilizando valor do dividendo como variável dependente

	VALOR DIV	CON	ACORDO	ROA	IDADE	TAM
VALOR DIV	1					
CON	-0,046	1				
ACORDO	-0,071	0,002	1			
ROA	0,156**	-0,078	0,0828	1		
IDADE	0,134*	0,010	-0,236***	0,023	1	
TAM	0,387***	-0,115	0,304***	0,185***	0,039	1

OBS: *** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores

Em seguida estimou-se um modelo de regressão *logit*, a fim de verificar o efeito dos fatores determinantes sobre a probabilidade de a empresa vir a distribuir ou não dividendos (variável dependente do modelo foi uma *dummy* – DIV – associada a se a empresa distribuiu ou não dividendos). Infere-se a partir da Tabela 6 que apenas a idade, a rentabilidade e o tamanho da empresa influenciaram a probabilidade dela distribuir dividendos, contribuindo de forma positiva para a distribuição.

Tabela 6 – Estimação *logit* para variável dependente *dummy* dividendo

DIV	Coeficiente	Z
CON	0,011 (0,01)	1,49
ACORDO	-0,577 (0,46)	-1,24
ROA	50,852*** (10,11)	5,03
IDADE	0,019* (0,01)	1,94
TAM	0,229* (0,13)	0,09
Constante	-6,581** (3,32)	-1,98
N de observações	201	
Wald chi2(6)	29,79	
Prob > chi2	0,0000	
Pseudo R2	0,4825	

OBS: *** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados do modelo *logit* indicaram a rentabilidade do ativo (ROA), a idade e o tamanho da empresa contribuíram positivamente para a probabilidade de a empresa distribuir dividendos. Já era esperado que as empresas mais rentáveis tivessem uma propensão a distribuir dividendos, pois a maior rentabilidade possibilitaria que essas empresas financiem o crescimento e ainda tivessem condições de distribuir o resultado com seus acionistas. Da mesma forma que era esperada um efeito positivo da idade e do tamanho sobre a distribuição de dividendos, pois a distribuição de dividendos pode sinalizar a exitosa atuação da empresa quanto à capacidade de gerar resultados e distribuí-los com seus proprietários.

As demais variáveis (concentração acionária, acordo de acionistas, remuneração dos administradores e tamanho) não apresentaram influência sobre a probabilidade de a empresa distribuir dividendos. A pouca evidência que alguns fatores determinantes não influenciam a distribuição de dividendos, pode estar associada à questão de a empresa optar por remunerar seus proprietários por outros mecanismos. Destaca-se que uma possibilidade seria a remuneração do capital próprio (RCP) em que este pode representar uma vantagem tributária para a empresa que remunera, em detrimento de uma maior distribuição de dividendos (GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2014). Outra possibilidade de explicação está relacionada ao dividendo mínimo obrigatório, que garante uma distribuição mínima quando a empresa gera lucros. O dividendo mínimo obrigatório deve ser distribuído independente de características da empresa, bastando a empresa ter lucros.

O modelo adotado para verificar a influência dos fatores determinantes sobre o valor distribuído a título de dividendos foi a regressão com dados em painéis estimada por efeitos fixos (modelo adotado após verificação dos testes de Chow, de Breusch-Pagan e Hausman) (Tabela 7).

Tabela 7 – Regressão com dados em painéis para valor de dividendo (efeito fixo)

VALOR DIV	Coeficiente	t
COM	2,56 (6285786)	0,68
ACORDO	-1,31*** (2,55)	-5,12
ROA	1,53*** (4,93)	3,10
IDADE	(omitido no modelo por colinearidade)	
TAM	-3,91** (1,97)	-1,98
Constante	9,31** (4,46)	2,09
N. observações	201	
F(4,166)	11,67	
Prob > F	0,0000	

OBS: *** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto ao valor distribuído a título de dividendos, os achados da pesquisa apontaram uma contribuição positiva da rentabilidade, apresentando um efeito inverso pelos fatores se há acordo de acionista e tamanho. A concentração acionária não influenciou os dividendos. A idade foi omitida por apresentar colinearidade (Tabela 8).

O controle compartilhado (existindo acordo entre os acionistas) apresentou efeito inverso sobre a distribuição de dividendos. Parece que quando os acionistas estão reunidos em coletivo, eles preferem reter os lucros a distribuí-los. Há indicativo que a reunião de acionistas para firmar um acordo tem uma possível causa associada à uma questão estratégica de expandir os investimentos, e assim uma menor distribuição dos recursos que seriam utilizados para financiar o investimento. Este resultado discorda de trabalhos anteriores que previam uma contribuição direta da existência de acordo sobre a política de dividendos (RABELO *et al.*, 2017; FONTELES *et al.*, 2012; HOLANDA; COELHO, 2012).

A rentabilidade (ROA) contribuiu positivamente sobre os dividendos, ou seja, quanto mais rentável, mais a empresa distribui dividendos. Este efeito era esperado, uma vez que empresas mais rentáveis conseguem financiar o crescimento e ainda distribuir seus resultados; além da distribuição de dividendos sinalizar o desempenho da empresa (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

O tamanho se relacionou de forma inversa com os dividendos, resultado corrobora com Zanon, Araújo e Nunes (2017) e discordam de Forti, Peixoto e Alves (2015); Renneboog e Trojanowski (2011); Mota e Eid Junior (2010). Esperava-se que as empresas maiores distribuíssem maior volume de dividendos, contudo a evidência encontrada é no sentido oposto, as empresas maiores são as que menos distribuem dividendos. Talvez as empresas menores por ainda não terem uma reputação reconhecida, como as das empresas maiores, necessitem sinalizar aos propensos acionistas e credores que elas são atuantes e remuneram seus acionistas, assim distribuem mais dividendos para, possivelmente, captar mais investidores para financiar seu crescimento.

5 CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa foi identificar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras no setor de Materiais Básicos. Visou-se contribuir à temática da pesquisa sobre dividendos, na medida em que a análise das empresas do setor de Materiais Básicos brasileiro não havia sido realizada pela literatura anterior, mesmo se tratando de um setor tão importante à economia. A amostra da pesquisa é constituída por 30 empresas do setor de Materiais Básicos listadas na B3, perfazendo um total de 201 observações no período de 2010 a 2016.

As variáveis dependentes selecionadas, após um mapeamento da literatura anterior sobre o tema, foram uma *dummy* relacionada a se a empresa distribuiu ou não dividendos e uma que trata do valor do dividendo distribuído. Por sua vez, as variáveis independentes se referem ao elenco de fatores determinantes da política de dividendos, sendo estes a concentração acionária, a existência de acordo de acionistas, a rentabilidade, a idade e o tamanho da empresa. Para a análise empregou-

se um modelo *logit* que teve a *dummy* de distribuição de dividendo como variável dependente e, um modelo de regressão com dados em painéis com efeito fixo, que teve por variável dependente o valor distribuído de dividendos.

Os principais achados da pesquisa indicaram que, de fato, alguns fatores se apresentaram como determinantes da distribuição de dividendos. No modelo *logit*, a rentabilidade, a idade e o tamanho contribuíram positivamente para a probabilidade de as empresas analisadas distribuírem seus dividendos. Este resultado já era esperado pelo fato de que empresas mais rentáveis têm maior capacidade de financiar seu crescimento e distribuir seus lucros aos proprietários; assim como empresas mais maduras e maiores tendem a distribuir mais dividendos, como uma maneira de sinalizar sua exitosa atuação em gerar lucros e distribuí-los com seus proprietários e acionistas.

No modelo de regressão com dados em painel, os resultados evidenciaram que quando o controle da organização é compartilhado, o efeito é inverso sobre o valor dos dividendos distribuídos. Parece haver um indicativo de que os acionistas quando se reúnem para firmar um acordo têm, possivelmente, o intuito expandir os investimentos na organização usando os lucros retidos para financiar estes projetos de investimento e, portanto, destinam menos lucros na forma de dividendos.

Ocorreu uma contribuição positiva quanto ao valor distribuído de dividendo pela rentabilidade, efeito que já era esperado em razão de que empresas mais rentáveis podem financiar o crescimento e ainda distribuir seus resultados, resultado que confirmou os estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015); Santos e Galvão (2015); Almeida, Tavares e Pereira (2014). Em se tratando do tamanho das empresas, este apresentou efeito inverso sobre o valor dos dividendos, resultado que corrobora com Zanon, Araújo e Nunes (2017), mas diverge de Forti, Peixoto e Alves (2015); Renneboog e Trojanowski (2011); Mota e Eid Junior (2010). O efeito do tamanho das empresas pode estar associado a questão de que as empresas menores, por não terem uma reputação reconhecida no mercado, como as das empresas maiores, necessitam sinalizar a acionistas e credores que elas são um ambiente seguro, que consegue ser lucrativo e gerar retorno para seus investidores, dessa forma a empresa objetiva desenvolver uma boa reputação no mercado.

Esta pesquisa trouxe contribuições ao estudo dos fatores determinantes da política de dividendos no Brasil, na medida em que comparou os resultados com literatura anterior e, considerou uma amostra referente a um setor importante para a economia, mas que até então não havia sido analisado pela literatura anterior. Além disso, dada a nítida associação percebida entre a política de dividendos e diversas decisões financeiras importantes das organizações este estudo possibilitou um novo olhar sobre os fatores que afetam a política de dividendos no Brasil.

Como sugestões para pesquisas futuras, indica-se a utilização de mais variáveis independentes, como fatores associados à governança corporativa, estrutura de propriedade, endividamento e questões do ambiente macroeconômico. Também, pode-se fazer uma análise de outros setores da B3. Podendo a investigação ser estendida para uma comparação dos determinantes da política de dividendos com outros mercados globais.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, L. A. G.; TAVARES, F. O.; PEREIRA, E. T. Determinante da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162-181, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2LhOqw8>>. Acesso em: 16 maio 2018.

BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968-979. 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2LX8oO6>>. Acesso em: 13 abr. 2018.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. p. 1 (suplemento). Disponível em: <<https://goo.gl/NurYBY>>. Acesso em: 17 mar. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Governança corporativa**. 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 14 mar. 2018.

CONNELLY, J. W.; HAGEN, C. A.; SCHROEDER, M. A. Characteristics and dynamics of greater sage-grouse populations. **Studies in Avian Biology**, v. 38, p. 53-67. 2011. Disponível em: <<https://bit.ly/2Nf7g82>>. Acesso em: 19 abr. 2018.

- CORREIO, D. B. C. V. J. *et al.* A influência da política de dividendos sobre o valor de mercado: evidências em empresas brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 175-194. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2KYA0Vb>>. Acesso em: 17 maio 2018.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **The Review of Financial Studies**, v. 52, n. 1, p. 68-74, 1970. Disponível em: <<https://bit.ly/2zCcOrD>>. Acesso em: 17 maio 2018.
- FERREIRA JUNIOR, W. O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Revista FACEP Pesquisa**. v. 13, n. 2. P. 190-203. 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/2uxgAg6>>. Acesso em: 17 mai. 2018.
- FONTELES, I. V. *et al.* Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204. 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2Hh3CHA>>. Acesso em: 23 fev. 2018
- FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LcWJd4>>. Acesso em: 30 de maio de 2018.
- GALLO, M. F. Eficiência x Equidade na tributação sobre o capital no Brasil. **Revista Ciências Administrativas**, v. 22, n. 1, p. 332-352. 2016. Disponível em: <<http://periodicos.unifor.br/rca/article/view/4040/pdf>>. Acesso em: 13 jul. 2018.
- GORDON, M. Dividends, earning and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, p.99-105, 1959.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- GOMES, P. H. da C. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, p. 62-85. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2K7RgrK>>. Acesso em 18 mar. 2018.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.
- GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity. **Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, 2002. Disponível em: <<https://bit.ly/2LaEjgb>>. Acesso em: 20 jun. 2018.
- HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4. 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2JmMh0L>>. Acesso em 18 mar. 2018.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de *et al.* **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- JANISZEWSKI, V.; *et al.* Relação da teoria da sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. **Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 9, n. 2, p. 93-108. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2Ndk276>>. Acesso em: 19 mar. 2018.
- KRONBAUER, C. A. *et al.* Uma análise dos estudos sobre política de dividendos nos periódicos brasileiros no período de 2007 a 2012. **UNOPAR Científica Ciências Exatas e Tecnológicas**, v. 15, n. 2, p. 183-192, set. 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2uxhaKO>>. Acesso em: 13 mar. 2018.
- LAKATOS, E.M.; MARCONI, M.A. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB**, v. 7, n. 1, p. 205-221. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWaysj>>. Acesso em: 17 mar. 2018.

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

LOSS, L.; NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 52-66. 2006. Disponível em: <<https://bit.ly/2Lfxabi>>. Acesso em: 17 mar. 2018.

MARTINS; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MELO, F. J. de; FONSECA M. W. da. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 27, p. 137-164. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2uw1Fmo>>. Acesso em: 18 mar. 2018.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n.4, p. 411-433, 1961. Disponível em: <<https://bit.ly/2sCJLgM>>. Acesso em: 16 abr. 2018.

MOTA, D. C; EID JUNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: **Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, 34, 2010, Rio de Janeiro. Anais eletrônicos. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em 20 de maio de 2018.

PRODANOV, C.C.; FREITAS, E.C. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2. ed. Rio Grande do Sul: Feevale, 2013.

RABELO, G. B. *et al.* 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. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/nGKfNp>>. Acesso em: 12 mar. 2018.

RAMOS, R. S. *et al.* Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada junto à Cia Hering S/A. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 38., 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2014.

REBOUÇAS, A. N.; ALMENDRA, R. S.; VASCONCELOS A. C. de. Políticas de dividendos em empresas do setor elétrico. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, p. 308-328. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2KT3i8t>>. Acesso em: 19 mar. 2018.

RENNEBOOG, L.; TROJANOWSKI, G. Patterns in payout policy and payout channel choice. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 6, p. 1477-1490. 2011. Disponível em: <<https://bit.ly/2MPrtbE>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

RIBEIRO, A. Determinantes da Política de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 10, n. 1-2, p. 15-25. 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/2zD2lqg>>. Acesso em: 27 mai. 2018.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **Bell Journal of Economics**, n. 8, p. 23-40, 1977.

ROSS, S. A. **Administração financeira**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SANTOS, J. F. dos; GALVÃO, K. da S. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista da FAE**, v. 18, n. 1, p. 52 - 69. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWfv9A>>. Acesso em: 04 jun. 2018.

SPENCER, A. M. Job market signalling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355–374, 1973.

VIANA JÚNIOR, D. B. C.; PONTE, V. M. R. Política de dividendos e fluxos de caixa: um estudo à luz da Teoria da Sinalização. **Revista Ciências Administrativas**, v. 21, n. 1, p. 211-236. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2uxt1se>>. Acesso em: 13 maio 2018.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO C. G. de; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2mfhs5h>>. Acesso em: 14 mar. 2018.