

# AD MI NIS TRA ÇÃO:

4

Estudos organizacionais e sociedade

Elói Martins Senhoras  
(Organizador)

  
Atena  
Editora  
Ano 2021

# AD MI NIS TRA ÇÃO:

4

Estudos organizacionais e sociedade

Elói Martins Senhoras  
(Organizador)

  
Atena  
Editora  
Ano 2021

**Editora chefe**

Profª Drª Antonella Carvalho de Oliveira

**Editora executiva**

Natalia Oliveira

**Assistente editorial**

Flávia Roberta Barão

**Bibliotecária**

Janaina Ramos

**Projeto gráfico**

Natália Sandrini de Azevedo

Daphynny Pamplona

Camila Alves de Cremo

Luiza Alves Batista

Maria Alice Pinheiro

**Imagens da capa**

iStock

**Edição de arte**

Luiza Alves Batista

2021 by Atena Editora

Copyright © Atena Editora

Copyright do texto © 2021 Os autores

Copyright da edição © 2021 Atena Editora

Direitos para esta edição cedidos à Atena Editora pelos autores.

Open access publication by Atena Editora



Todo o conteúdo deste livro está licenciado sob uma Licença de Atribuição *Creative Commons*. Atribuição-Não-Comercial-NãoDerivativos 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0).

O conteúdo dos artigos e seus dados em sua forma, correção e confiabilidade são de responsabilidade exclusiva dos autores, inclusive não representam necessariamente a posição oficial da Atena Editora. Permitido o *download* da obra e o compartilhamento desde que sejam atribuídos créditos aos autores, mas sem a possibilidade de alterá-la de nenhuma forma ou utilizá-la para fins comerciais.

Todos os manuscritos foram previamente submetidos à avaliação cega pelos pares, membros do Conselho Editorial desta Editora, tendo sido aprovados para a publicação com base em critérios de neutralidade e imparcialidade acadêmica.

A Atena Editora é comprometida em garantir a integridade editorial em todas as etapas do processo de publicação, evitando plágio, dados ou resultados fraudulentos e impedindo que interesses financeiros comprometam os padrões éticos da publicação. Situações suspeitas de má conduta científica serão investigadas sob o mais alto padrão de rigor acadêmico e ético.

**Conselho Editorial**

**Ciências Humanas e Sociais Aplicadas**

Prof. Dr. Alexandre Jose Schumacher – Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Paraná

Prof. Dr. Américo Junior Nunes da Silva – Universidade do Estado da Bahia

Profª Drª Andréa Cristina Marques de Araújo – Universidade Fernando Pessoa

Prof. Dr. Antonio Carlos Frasson – Universidade Tecnológica Federal do Paraná

Prof. Dr. Antonio Gasparetto Júnior – Instituto Federal do Sudeste de Minas Gerais

Prof. Dr. Antonio Isidro-Filho – Universidade de Brasília

Prof. Dr. Arnaldo Oliveira Souza Júnior – Universidade Federal do Piauí  
Prof. Dr. Carlos Antonio de Souza Moraes – Universidade Federal Fluminense  
Prof. Dr. Crisóstomo Lima do Nascimento – Universidade Federal Fluminense  
Profª Drª Cristina Gaio – Universidade de Lisboa  
Prof. Dr. Daniel Richard Sant’Ana – Universidade de Brasília  
Prof. Dr. Deyvison de Lima Oliveira – Universidade Federal de Rondônia  
Profª Drª Dilma Antunes Silva – Universidade Federal de São Paulo  
Prof. Dr. Edvaldo Antunes de Farias – Universidade Estácio de Sá  
Prof. Dr. Elson Ferreira Costa – Universidade do Estado do Pará  
Prof. Dr. Eloi Martins Senhora – Universidade Federal de Roraima  
Prof. Dr. Gustavo Henrique Cepolini Ferreira – Universidade Estadual de Montes Claros  
Prof. Dr. Humberto Costa – Universidade Federal do Paraná  
Profª Drª Ivone Goulart Lopes – Istituto Internazionale delle Figlie de Maria Ausiliatrice  
Prof. Dr. Jadson Correia de Oliveira – Universidade Católica do Salvador  
Prof. Dr. José Luis Montesillo-Cedillo – Universidad Autónoma del Estado de México  
Prof. Dr. Julio Candido de Meirelles Junior – Universidade Federal Fluminense  
Profª Drª Lina Maria Gonçalves – Universidade Federal do Tocantins  
Prof. Dr. Luis Ricardo Fernandes da Costa – Universidade Estadual de Montes Claros  
Profª Drª Natiéli Piovesan – Instituto Federal do Rio Grande do Norte  
Prof. Dr. Marcelo Pereira da Silva – Pontifícia Universidade Católica de Campinas  
Profª Drª Maria Luzia da Silva Santana – Universidade Federal de Mato Grosso do Sul  
Prof. Dr. Miguel Rodrigues Netto – Universidade do Estado de Mato Grosso  
Prof. Dr. Pablo Ricardo de Lima Falcão – Universidade de Pernambuco  
Profª Drª Paola Andressa Scortegagna – Universidade Estadual de Ponta Grossa  
Profª Drª Rita de Cássia da Silva Oliveira – Universidade Estadual de Ponta Grossa  
Prof. Dr. Rui Maia Diamantino – Universidade Salvador  
Prof. Dr. Saulo Cerqueira de Aguiar Soares – Universidade Federal do Piauí  
Prof. Dr. Urandi João Rodrigues Junior – Universidade Federal do Oeste do Pará  
Profª Drª Vanessa Bordin Viera – Universidade Federal de Campina Grande  
Profª Drª Vanessa Ribeiro Simon Cavalcanti – Universidade Católica do Salvador  
Prof. Dr. William Cleber Domingues Silva – Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro  
Prof. Dr. Willian Douglas Guilherme – Universidade Federal do Tocantins

## Administração: estudos organizacionais e sociedade 4

**Diagramação:** Maria Alice Pinheiro  
**Correção:** Maiara Ferreira  
**Indexação:** Gabriel Motomu Teshima  
**Revisão:** Os autores  
**Organizador:** Elói Martins Senhoras

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

A238 Administração: estudos organizacionais e sociedade 4 /  
Organizador Elói Martins Senhoras. – Ponta Grossa -  
PR: Atena, 2021.

Formato: PDF

Requisitos de sistema: Adobe Acrobat Reader

Modo de acesso: World Wide Web

Inclui bibliografia

ISBN 978-65-5983-660-4

DOI: <https://doi.org/10.22533/at.ed.604210311>

1. Administração. I. Senhoras, Elói Martins  
(Organizador). II. Título.

CDD 658

Elaborado por Bibliotecária Janaina Ramos – CRB-8/9166

**Atena Editora**

Ponta Grossa – Paraná – Brasil

Telefone: +55 (42) 3323-5493

[www.atenaeditora.com.br](http://www.atenaeditora.com.br)

contato@atenaeditora.com.br

## DECLARAÇÃO DOS AUTORES

Os autores desta obra: 1. Atestam não possuir qualquer interesse comercial que constitua um conflito de interesses em relação ao artigo científico publicado; 2. Declaram que participaram ativamente da construção dos respectivos manuscritos, preferencialmente na: a) Concepção do estudo, e/ou aquisição de dados, e/ou análise e interpretação de dados; b) Elaboração do artigo ou revisão com vistas a tornar o material intelectualmente relevante; c) Aprovação final do manuscrito para submissão.; 3. Certificam que os artigos científicos publicados estão completamente isentos de dados e/ou resultados fraudulentos; 4. Confirmam a citação e a referência correta de todos os dados e de interpretações de dados de outras pesquisas; 5. Reconhecem terem informado todas as fontes de financiamento recebidas para a consecução da pesquisa; 6. Autorizam a edição da obra, que incluem os registros de ficha catalográfica, ISBN, DOI e demais indexadores, projeto visual e criação de capa, diagramação de miolo, assim como lançamento e divulgação da mesma conforme critérios da Atena Editora.

## DECLARAÇÃO DA EDITORA

A Atena Editora declara, para os devidos fins de direito, que: 1. A presente publicação constitui apenas transferência temporária dos direitos autorais, direito sobre a publicação, inclusive não constitui responsabilidade solidária na criação dos manuscritos publicados, nos termos previstos na Lei sobre direitos autorais (Lei 9610/98), no art. 184 do Código penal e no art. 927 do Código Civil; 2. Autoriza e incentiva os autores a assinarem contratos com repositórios institucionais, com fins exclusivos de divulgação da obra, desde que com o devido reconhecimento de autoria e edição e sem qualquer finalidade comercial; 3. Todos os e-book são *open access, desta forma* não os comercializa em seu site, sites parceiros, plataformas de *e-commerce*, ou qualquer outro meio virtual ou físico, portanto, está isenta de repasses de direitos autorais aos autores; 4. Todos os membros do conselho editorial são doutores e vinculados a instituições de ensino superior públicas, conforme recomendação da CAPES para obtenção do Qualis livro; 5. Não cede, comercializa ou autoriza a utilização dos nomes e e-mails dos autores, bem como nenhum outro dado dos mesmos, para qualquer finalidade que não o escopo da divulgação desta obra.

## APRESENTAÇÃO

O contexto de crescente fluidez e complexidade da realidade faz emergir novos desafios, problemas à humanidade, razão pela qual são demandadas novas agendas temáticas, lógicas e discursivas para se refletir como o campo científico pode explicar e responder positivamente às Organizações e à Sociedade.

Partindo deste contexto corrente de fluidez e complexidade, o objetivo desta obra é ampliar os debates temáticos com um enfoque pluralístico, fundamentando-se em um trabalho coletivo de autores que valorizam em suas pesquisas a riqueza empírica da realidade de um conjunto de estudos de caso.

Partindo da centralidade que o pensamento administrativo e estratégico possui no dia-a-dia das pessoas, o presente livro, “Administração: Estudos organizacionais e sociedade 4” apresenta uma coletânea diversificada de estudos teóricos e empíricos por meio de uma abordagem de pesquisadores *insiders* e *outsiders* ao campo epistemológico da Administração.

Esta obra apresenta uma rica agenda de análises que valorizam a riqueza empírica da realidade administrativa em sua concretude, valorizando no trabalho de campo a construção de reflexões e novos conhecimentos que podem eventualmente corroborar para o avanço das fronteiras científicas, sem um necessário comprometimento com paradigmas teóricos.

Estruturado em 19 capítulos, este livro, traz relevantes debates ao pensamento administrativo, os quais são diretamente relacionados ao binômio Estado / Empresa, por meio da apresentação de uma série de estudos que valorizam a análise empírica dos subcampos da Administração Pública e da Administração Financeira.

Anatureza exploratória, descritiva e explicativa dos capítulos do presente livro combina distintas abordagens quali-quantitativas, paradigmas teóricos e recortes metodológicos de levantamento e análise de dados primários e secundários, os quais proporcionam uma imersão aprofundada em uma agenda eclética de estudos administrativos com base na realidade de organizações públicas e privadas.

Recomendada para um conjunto diversificado de leitores, esta obra apresenta a realidade prática da administração em organizações públicas e privadas por meio de capítulos redigidos por meio de uma didática e fluída linguagem que valoriza a troca de experiências e o rigor teórico-conceitual e dos modelos, tanto para um público leigo não afeito a tecnicismos, quanto para um público especializado de acadêmicos.

Excelente leitura!

Elói Martins Senhoras




## SUMÁRIO

### **CAPÍTULO 1..... 1**

MISTÉRIOS DA GESTÃO PÚBLICA: GESTÃO ESTRATÉGICA – O CASO DE UMA AUTARQUIA FEDERAL

Aslei Andrade da Silva


 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103111>

### **CAPÍTULO 2..... 19**

GESTÃO FINANCEIRA NO SETOR PÚBLICO: UMA ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICAS NA GESTÃO MUNICIPAL

Airton Pereira da Silva Leão

Randal Silva Gomes

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103112>


### **CAPÍTULO 3..... 35**

REFLEXÕES SOBRE A CRISE ÉTICA DOS SERVIDORES PÚBLICOS EM MOÇAMBIQUE: DO PROBLEMA À BUSCA DE SOLUÇÕES

Pedro José Zualo

Domicio Moisés Guambe

Benedito Jaime Monjane

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103113>

### **CAPÍTULO 4..... 50**


AUTOCOMPOSIÇÃO EM ÓRGÃOS PÚBLICOS: O CASO DO NÚCLEO PERMANENTE DE INCENTIVO À AUTOCOMPOSIÇÃO DO MINISTÉRIO PÚBLICO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE

Paulo Rogério dos Santos Bezerra

Nouraide Fernandes Rocha de Queiroz

Marcus Aurélio de Freitas Barros

Karina de Oliveira Costa Bezerra


 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103114>

### **CAPÍTULO 5..... 62**

SATISFAÇÃO E MOTIVAÇÃO: UM ESTUDO COM OS SERVIDORES DO DEPARTAMENTO DE TRÂNSITO DO DISTRITO FEDERAL

Eduardo Dias Leite

João de Araújo Guimarães Neto

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103115>


### **CAPÍTULO 6..... 77**







BALANÇO DOS INDICADORES SOCIAIS E DE NÍVEL DE ESCOLARIDADE NO MARANHÃO E SEUS REFLEXOS

Vilma Moraes Heluy

Luís Manuel Borges Gouveia

João Augusto Ramos e Silva

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103116>

|   |            |
|---|------------|
| <b>CAPÍTULO 7</b> .....   | <b>91</b>  |
| METODOLOGIAS ATIVAS: UMA NOVA PROPOSTA DE ENSINO<br>Lincoln Tutida<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103117">https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103117</a>   |            |
| <b>CAPÍTULO 8</b> .....   | <b>103</b> |
| TOWARDS AN OPTIMAL MODEL OF EDUCATIONAL LEADERSHIP<br>Tulio Barrios Bulling<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103118">https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103118</a>  |            |
| <b>CAPÍTULO 9</b> .....   | <b>122</b> |
| A SUPERVISÃO EDUCACIONAL NO CONTEXTO DA EDUCAÇÃO À DISTÂNCIA: O CASO DA CENTRO DE ENSINO À DISTÂNCIA DA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MOÇAMBIQUE<br>Simone Mura<br>Adérito Gomes Barbosa<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103119">https://doi.org/10.22533/at.ed.6042103119</a>  |            |
| <b>CAPÍTULO 10</b> .....  | <b>139</b> |
| RESPONSABILIDADE SOCIAL EM TEMPOS DE PANDEMIA COVID-19: ALGUMAS AÇÕES DESENVOLVIDAS PELO IFRS CAMPUS BENTO GONÇALVES<br>Giovana Bianchini<br>Onorato Jonas Fagherazzi<br>Joaquim Rauber<br>Cláudia Soave<br>Leane Maria Filipeto<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031110">https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031110</a>        |            |
| <b>CAPÍTULO 11</b> .....  | <b>152</b> |
| PRODUÇÃO MAIS LIMPA APLICADA A UMA INSTITUIÇÃO PÚBLICA DE ENSINO: EFICIÊNCIA, ECONOMIA E INOVAÇÃO.<br>Suzana Carneiro de Oliveira<br>Theresa Cristina da Silva Cavalcanti<br>Juliana Cavalcanti de Lorenzi<br>Charles Silva dos Santos<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031111">https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031111</a> |            |
| <b>CAPÍTULO 12</b> .....  | <b>164</b> |
| GASTOS HOSPITALARIOS DERIVADOS DE LA MALA COLOCACIÓN DE CATÉTER TENCKHOFF<br>Martin Eduardo Avendaño Mejia<br> <a href="https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031112">https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031112</a>   |            |

**CAPÍTULO 13..... 170**

**IMPACTO DA ADESÃO A NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**


Letícia de Souza Vilanova  
Fernanda Mosseline Josende Coan  
Paulo José Korbes

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031113>

**CAPÍTULO 14..... 191**

**IMPORTÂNCIA DA CULTURA DE COMPLIANCE NO COMBATE A FRAUDES E LAVAGEM DE DINHEIRO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO BRASIL**


Marcela Lobo Francisco  
Celso Luiz Moreira Pieroni  
Karine Silva Santos

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031114>

**CAPÍTULO 15..... 207**

**CONFLITOS DE AGÊNCIA ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E MINORITÁRIOS NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**


Cleiton Ricardo Kuronuma  
George André Willrich Sales

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031115>

**CAPÍTULO 16..... 226**

**ANÁLISE DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA APLICAÇÃO DE REGRESSÃO QUANTÍLICA**


Jéferson Rodrigo Ströher  
Igor Alexandre Clemente de Moraes  
Eric Fernando Boeck Daza  
Luiz Alberto Mangoni

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031116>

**CAPÍTULO 17..... 246**

**ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO DEL SISTEMA DE PENSIONES EN MÉXICO**


Gabriela López Martínez  
Conrado Aguilar Cruz

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031117>

**CAPÍTULO 18..... 259**

**FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: UM REFLEXO DA SITUAÇÃO DO CRUZEIRO ESPORTE CLUBE - MG NOS CAMPEONATOS E A PARTICIPAÇÃO DOS SÓCIOS TORCEDORES CRUZEIRENSES NOS JOGOS REALIZADOS NO ESTÁDIO MINEIRÃO EM 2019**

Gustavo Samuel Cunha  
Wanessa Letícia de Oliveira Miranda  
Gustavo Rodrigues Cunha

 <https://doi.org/10.22533/at.ed.60421031118>

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| <b>SOBRE O ORGANIZADOR.....</b> | <b>272</b> |
| <b>ÍNDICE REMISSIVO.....</b>    | <b>273</b> |

## ANÁLISE DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UMA APLICAÇÃO DE REGRESSÃO QUANTÍLICA

Data de aceite: 25/10/2021

**Jéferson Rodrigo Ströher**

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

**Igor Alexandre Clemente de Moraes**

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

**Eric Fernando Boeck Daza**

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

**Luiz Alberto Mangoni**

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

**RESUMO:** A política de dividendos é importante por envolver a tomada de decisão de distribuir ou não volumes de recursos financeiros através de dividendos ou de juros sobre capital próprio em percentuais diferenciados e formas de tributação diferenciadas no caso Brasileiro. O objetivo deste trabalho foi identificar quais os fatores impactam o índice *Payout*, como tamanho, liquidez, rentabilidade, endividamento, investimento, lucro, receita e concentração. Para analisar estes aspectos, utilizou-se a técnica de regressão quantílica, com dados da base da Econômica e empresas representadas na BM&FBOVESPA no período de 2009 a 2013, compreendendo 3.073 observações. As estimativas permitem concluir as variáveis tamanho, liquidez, rentabilidade, dívida bruta, investimento e receita são fatores que impactam de forma relevante a variável *payout* em tamanho e sinal diferenciadas, principalmente a partir da mediana, aumentando

em magnitude nos quantis superiores. Todas as relações descritas mostram como a variável *payout* variou de acordo com modificações das variáveis descritas acima nos quantis amostrais da variável *payout*.

**PALAVRAS-CHAVE:** Política de Dividendos. *Payout*. Regressão Quantílica.

### ANALYSIS OF IN DEBT POLICY: A QUANTILE REGRESSION APPLICATION

**ABSTRACT:** The dividend policy is important because it covers the decision-making to distribute or not volumes of financial resources through dividend or of interest over own capital in differentiate percentuals and tributation differentiate options in the Brazilian case. The objective of this work was to identify which factors impact the payout index, as size, liquidity, rentability, debt, investment, profit, revenue and concentration. To analyze these aspects, the quantile regression technique was used, with data from the Economatica base and enterprises represented at BM&F BOVESPA in the period from 2009 to 2013, comprehending 3.073 observations. The estimates allow us to conclude the size variables, liquidity, profitability, gross debt, investment and income are factors that impact materially the variable payout in size and differentiated way, mainly from the median, increasing in magnitude in the upper quantiles. All those relationships show how variable payout varied according to changes in variables described above in the sample quantile of variable payout.

**KEYWORDS:** Dividend Policy. Payout. Quantile Regression.

## 1 | INTRODUÇÃO

A política de dividendos trata de um dos pontos mais importantes para as empresas de capital aberto. A política adotada pela empresa envolve a tomada de decisões que não deve se restringir apenas à visão do conselho, mas ao contexto do mercado no qual a empresa está inserida, atendendo ou não à expectativa dos investidores.

O assunto relativo à distribuição do lucro ainda hoje gera controvérsia dentro do campo das finanças corporativas, apesar da intensa investigação que tem sido produzida após o trabalho de Miller e Modigliani (1961), o qual trata da matéria concluindo ser esta irrelevante, ao passo que os investidores teriam preferência a receber o dividendo a ganho de capital, conforme apontam estudos de Lintner (1956) e Gordon (1959).

Artigos clássicos, como o de Black (1976), remetem à política de dividendos como um quebra-cabeça em que as peças não se encaixam, sendo que, duas décadas depois, Black (1990), pesquisando a motivação das empresas que pagam dividendos, conclui: nós não sabemos o que leva à conclusão de que a dúvida em relação ao tema persiste.

De acordo com Ross et al. (2013), a política de dividendos é o padrão de tempo da distribuição de dividendos, e a reflexão que permeia esse tema é se a empresa deve pagar um percentual maior ou menor de seus lucros no momento presente.

Há dois aspectos da decisão da política de dividendos que devem ser considerados: em que magnitude irá ocorrer a distribuição de proventos e de que forma isso será feito. Ambos têm o poder de definir o futuro da empresa no que diz respeito à disponibilidade de recursos para fazer frente a novos investimentos ou então para remunerar os acionistas.

Nos EUA os dividendos são desvantajosos em termos fiscais e a incógnita é porque as empresas distribuem dividendos. No Brasil, conforme os limites da legislação pertinente<sup>1</sup>, os dividendos não são tributados, enquanto o ganho de capital, sim. Também existem o dividendo mínimo obrigatório e a possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio, que limitam as conclusões comparadas aos estudos internacionais como nos EUA.

Diversos são os fatores que influenciam a política de dividendos, tais como legislação, concentração de propriedade, endividamento, investimento, disponibilidade de recursos, nível de endividamento, tributação, entre outros, que variam consoante cada país.

Com o propósito de se obter maior clareza sobre o tema política de dividendos, esse estudo tem por objetivo identificar os fatores determinantes que impactam o índice *Payout*. Para tal propósito, utiliza-se a técnica de Regressão Quantílica<sup>2</sup>.

Esta pesquisa utilizará dados públicos das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&F BOVESPA nos anos de 2009 a 2013 extraídos do banco de dados da Economática®, no site da Comissão de Valores Mobiliários e na área de relacionamento

<sup>1</sup> No Brasil, a Lei que normatiza o pagamento de dividendos é a Lei nº 6.404/1976, cuja nomeação é a Lei das Sociedades por Ações (LSA).

<sup>2</sup> Apesar da técnica de Regressão Quantílica ter sido inventada há mais de 25 anos, são poucos os trabalhos que a utilizam, evidenciando o grande potencial ainda não explorado. Em política de dividendos, é muito pequena a sua utilização, sendo este um dos motivos pelo qual esse trabalho a utiliza.

com investidores. O software *Eviews* será utilizado para tratamento dos dados e análise estatística.

As principais conclusões são que as variáveis tamanho, liquidez, rentabilidade, dívida bruta, investimento e receita são fatores que impactam de forma relevante a variável *payout* em tamanho e sinal diferenciadas, principalmente a partir da mediana.

A próxima seção apresenta uma breve revisão de literatura. A seção 3 descreve os dados e as variáveis, bem como a técnica utilizada para estimação dos dados. As análises, interpretações e resultados das regressões na seção 4, e, por fim, na seção 5, têm-se considerações finais do estudo.

## 2 | REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Teorias Sobre Política de Dividendos

#### 2.1.1 Relevância ou Irrelevância de Dividendos

A teoria da Relevância de Lintner (1956), posteriormente complementada por Gordon (1959) afirma que o preço de mercado das ações de uma empresa é diretamente proporcional ao aumento da distribuição de dividendos. Em sentido oposto, o preço das ações também pode ser dado de forma inversamente proporcional à taxa de retorno exigida pelos acionistas ou proprietários. Dessa forma o investidor tende a valorizar mais as ações de empresas que distribuem seus resultados. A preposição fundamental é chamada de “*bird in the hand*” onde investidores avessos ao risco preferem dividendos correntes a dividendos futuros ou ganho de capital, onde mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto. Nesse sentido, o pagamento de dividendos correntes reduz a incerteza dos investidores, elevando conseqüentemente o preço das ações. De forma oposta, se os dividendos forem reduzidos ou não pagos, irá gerar incerteza nos investidores e, com isso, o retorno exigido aumentaria, tendo como conseqüência a queda no preço das ações.

Dividendo é o pagamento parcelado que o investidor espera receber onde a causa mais importante e previsível do crescimento dos dividendos de uma empresa são os lucros retidos. (GORDON, 1959).

Dessa forma, acreditava-se que o pagamento de dividendo iria reduzir a incerteza do investidor, induzindo o mesmo a descontar os resultados da empresa a uma taxa menor e a precificar suas ações a um valor maior. Nesse caso, quanto maior forem os dividendos pagos, maior será o valor da empresa.

Existem dois dados básicos para o modelo: os dividendos esperados e a taxa de retorno exigida sobre o patrimônio líquido. Para os dividendos esperados são estipuladas hipóteses sobre as futuras taxas de crescimento, dos lucros e índices *payout*<sup>3</sup> em relação

3 Índice que mede o percentual de distribuição do dividendo por ação em relação ao lucro por ação

ao lucro. A taxa de retorno exigida é determinada pelo grau de risco, de acordo com o modelo utilizado, o beta do CAPM ou os betas dos fatores no APM. (DAMODARAN, 2010).

Vale destacar que, o dividendo é uma parcela do lucro da empresa e quanto menor o dividendo, mais recursos estarão disponíveis para reinvestir. Ao passo que se esse investimento for maior, é provável que os lucros futuros sejam maiores, possibilitando maiores dividendos futuros. Dessa forma Gordon (1959) acredita que esses dividendos futuros são mais arriscados e a taxa de retorno exigida pelos investidores é uma função crescente do índice de lucros retidos e tenderá a ser maior que a taxa de crescimento. (DECOURT, 2009).

Por outro lado, Modigliani e Miller (1961), questionam a relevância dos dividendos considerando algumas hipóteses básicas como: (a) o mercado é perfeito e nenhum agente é capaz de afetar a cotação com compras e vendas; (b) não existem impostos ou corretagem; (c) os comportamentos dos agentes são racionais e idênticos, e; (d) investimentos são definidos antecipadamente e não se alteram por mudanças na política de dividendos.

A literatura também apresenta a teoria do dividendo residual sustentada pelo fato de que uma administração competente deve se certificar que a empresa tenha recursos para competir satisfatoriamente no mercado e conseqüentemente elevar o valor de suas ações. Nessa visão é sugerido que a taxa de retorno dos investidores, não é influenciada pela política de dividendos da empresa – premissa essa que sugere, por sua vez, que a política de dividendos é irrelevante. (GITMAN, 1997).

### 2.1.2 Conteúdo Informacional e Sinalização

O efeito do conteúdo informacional refere-se ao fato de que os investidores associam uma mudança inesperada de dividendos como um sinal de previsão da administração dos lucros futuros. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

A mudança na política de dividendos transmite informação ao mercado, que é assimilado no preço das ações. Essas informações podem ser dividendos como sinal positivo ou negativo. (BRUNI et al., 2003).

Algumas teorias relacionam a política de dividendos com a de investimentos ou orçamento de capital. É chamada de *pecking order theory*, teoria da hierarquia das fontes, que pressupõe que as empresas preferem usar os lucros retidos e acumulados em detrimento da contração de dívidas e, em caso dos investimentos ultrapassarem tais recursos, a preferência é a emissão de ações ou títulos de dívidas. Nessa situação, a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento. (FAMÁ; MARTINS, 2012).

### 2.1.3 Efeito Clientela e Tributos

Inicialmente a hipótese do efeito clientela foi apontada por Miller e Modigliani (1961),



em que, após demonstrarem a irrelevância dos dividendos, em situações perfeitas, passam a incluir algumas imperfeições do mercado. A análise apontou a existência do efeito clientela, que consiste na preferência dos investidores por determinadas ações com o nível de pagamento de dividendo mais benéfico em relação à faixa de tributação. O referido efeito foi testado por vários autores, sendo os primeiros Elton e Gruber (1970).

O Efeito Clientela leva os acionistas a receberem os dividendos que eles próprios esperam. Os investidores que preferem investimentos estáveis e previsíveis como fonte de renda, deteriam de ações que pagassem o mesmo montante a títulos de dividendos em cada período. Enquanto que aqueles investidores que preferissem ganhos de capital seriam atraídos preferencialmente por empresas em fase de crescimento que reinvestissem uma grande parcela de seus lucros e, portanto, revelassem um padrão instável no pagamento dos dividendos. (SANTANA, 2006).

O Efeito Clientela sugere que uma empresa atrairá investidores que estejam de acordo com a política de distribuição de dividendos da empresa. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

#### *2.1.4 Custos de Agência*

A teoria da agência busca analisar os conflitos existentes nas organizações devido aos interesses entre os atores que influenciam as decisões nas organizações. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato quando uma ou mais pessoas (principal) conferem a outra pessoa (agente) delegação de autoridade e atribuições para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor.

Os conflitos entre acionistas e gestores assumem relevância quando as empresas geram fluxos de caixa excedentários. Embora os gestores tendam a preferir a retenção dos resultados gerados pela empresa, esta decisão pode não ir ao encontro da maximização do valor da empresa, como é desejado pelos acionistas. Nesta situação, a retenção de resultados implica a existência de fluxos de caixa disponíveis, o que contribui para alargar o montante de recursos que podem ter utilização discricionária gerando problemas sobre os investimentos e potencializando os conflitos de interesses da relação de agência entre acionistas e gestores cuja implicação é um reflexo negativo no valor da empresa. Numa perspectiva de custos de agência, o acréscimo (decréscimo) de dividendos contribui para a redução (aumento) dos fluxos de caixa disponíveis e, conseqüentemente, pra o acréscimo (decréscimo) da cotação das ações da empresa. (JENSEN, 1986).

Segundo Eisenhardt (1989) os problemas de agência ocorrem quando há a separação da propriedade e da gestão das organizações. Para minimizar os conflitos de interesses e a assimetria da informação entre acionistas e gestores houve a necessidade da delegação de poder, surgindo assim os mecanismos da governança corporativa. (GÜTLER, 2011).

## 2.2 Legislação Brasileira

### 2.2.1 Dividendos

Na Legislação Brasileira, a distribuição de dividendos consta no artigo 199 da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, e nos artigos 17 e 202 da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que altera, revoga ou acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, dispõem sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. A lei estabelece um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro líquido ajustado ou a parcela dos lucros ou percentual estabelecido no estatuto. E em caso de omissão metade do lucro líquido do exercício com os devidos ajustes.

O Brasil vale-se do inciso I do “*caput*” do art. 202, da Lei das Sociedades por Ações, que compõem uma fórmula híbrida de cálculo do dividendo mínimo obrigatório de cada exercício social e considerando o disposto no artigo 195 da constituição a base de cálculo para aplicação do percentual do dividendo é dada pela equação  $BC = LL - RL - RC + RRC - RIC$ , onde: BC, base de cálculo; LL, lucro líquido do exercício; RL, quota destinada à reserva legal; RC, destinação à reserva de contingências; RRC, reversão de reserva para contingências; RIC, destinação à reserva de incentivos fiscais.

O artigo 193 da Lei das Sociedades Anônimas diz que, antes de qualquer outra destinação, 5% do lucro líquido do exercício será aplicado na constituição da reserva<sup>4</sup>, e não poderá exceder 20% do capital social<sup>5</sup>. O artigo 194 da mesma lei, determina que a assembleia geral poderá destinar parte do lucro líquido para reservas, bem como, seus limites.

A reserva de lucros a realizar poderá ser constituída no exercício em que o montante do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, porém, a distribuição dos lucros para a constituição de reservas ou a retenção deles não pode prejudicar a distribuição do dividendo obrigatório, conforme artigo 198 da Lei 6.404/76.

O artigo 202 da Lei 6.404/76 estabelece que o dividendo obrigatório pode ser fixado como uma percentagem do lucro líquido ou do capital social e os acionistas têm o direito de receber como dividendo obrigatório, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou, se este não demonstrar preocupação com a matéria em questão, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido das seguintes reservas: legal, contingências e lucros a realizar.

O quarto inciso do artigo 202 da mesma lei estabelece que o dividendo mínimo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da empresa.

4 Lei 6.404/1976 artigo 193 § 1º A companhia poderá deixar de constituir a reserva legal no exercício em que o saldo dessa reserva, acrescido do montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182, exceder de 30% (trinta por cento) do capital social.

5 Lei 6.404/1976 artigo 193 § 2º A reserva legal tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital.

O pagamento deverá ser pago, salvo deliberação ao contrário da assembleia geral, no prazo de 60 dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social. (MAMEDE, 2004; ROBERT, 2011).

### *2.2.2 Juros sobre Capital Próprio*

A partir de 1996, no Brasil, a Lei nº 9.249, de dezembro de 1995 criou um novo mecanismo de pagamento de proventos, sob a forma de juros sobre capital próprio, classificado contabilmente como despesa dedutível<sup>6</sup> da base de cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica, gerando um benefício fiscal à empresa pagadora.

O lançamento dos Juros sobre Capital Próprio agrega valor à empresa, reduzindo a carga tributária e por essa razão são considerados um importante fator de economia fiscal e de preservação do patrimônio empresarial. (NESS JÚNIOR; ZANI, 2001).

A Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, estendeu essa dedução à base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido, a partir de 1997, condicionado a dedução ao efetivo pagamento ou crédito ao acionista. Os Juros sobre Capital Próprio podem ser calculados pela taxa que a empresa entender adequada; porém, para que possa considerar como despesa dedutível da base do imposto de renda e contribuição social, deve ser levado em consideração os seguintes limites estabelecidos na mesma lei.

A alíquota do imposto de renda sobre os Juros sobre o Capital Próprio é de 15% e o imposto é tributado na fonte para as pessoas físicas e pode ser compensado pela pessoa jurídica.

### *2.2.3 Ganho de Capital*

A incidência do Imposto de Renda sobre ganhos de capital, que se verificam na valorização das ações, já chegaram a ser tributados em 25% nos anos de 1993 e 1994, reduzindo para 10% em 1995, aumentando novamente para 15% em 2000 e 20% em 2001. Desde dezembro de 2004, o Imposto de Renda sobre ganhos de capital é de 15%, devendo ser pago no momento da venda dos títulos, se possuir realização dos ganhos, conforme o artigo 117 do regulamento do Imposto de Renda de 1999.

## **3 | DADOS E VARIÁVEIS**

### **3.1 Variável Dependente**

Diversos estudos utilizam como variável dependente o índice *payout*, justificado pela razão dos proventos sobre o lucro líquido. (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993; FERREIRA JUNIOR; NAKAMURA; MARTIN, 2007; LA PORTA et al., 2000; LINTNER, 1956; ROZEFF,

<sup>6</sup> A legislação permite que parte dos dividendos, pagos na forma de Juros sobre Capital Próprio, fosse considerada como despesa financeira, reduzindo a base de cálculo do imposto de renda incidente sobre o lucro apurado. (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2010).

1982).

As empresas que optarem por pagar proventos aos acionistas em forma de juros sobre capital próprio, dividendos ou ambos, o fazem na maioria das vezes levando em consideração sua dedutibilidade fiscal. As razões que levam as empresas a optarem pela proporção da composição de ambos é objeto de estudo de diversas pesquisas, não cabendo a este realizar esta análise. Da mesma forma cabe salientar que não será realizado distinção entre ação ON e PN. Neste sentido, serão tratadas indistintamente estas duas formas, investigando o total de proventos conforme deliberação da AGO.

A variável dependente, razão dos proventos sobre o lucro líquido, onde, *Payout (PAY)* = índice de pagamento de provento da empresa para o ano “a”, representando a proporção do resultado enviado para os acionistas na forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio do lucro líquido no ano “a”;  $Div_a = \text{Dividendo pago} + \text{Juros sobre capital próprio pagos da empresa para o ano "a"}$  e  $LI_a = \text{Lucro líquido por ação da empresa para o ano "a"}$ .

### 3.2 Variáveis Independentes

Para viabilizar a aplicação do método estatístico, foram utilizadas proxies representativas dos aspectos teóricos cuja expectativa é identificar os fatores determinantes que impactam o índice *Payout (PAY)*. Todas as variáveis identificadas nas diversas pesquisas e utilizadas foram relativizadas pelo Ativo Total e seguem:

AT\_LN – A variável tamanho será utilizada para testar sua relação com a variável dependente e será dado pelo logaritmo neperiano do ativo total. É esperada uma relação positiva. (ALMEIDA; SANTOS, 2011; FAMA; FRENCH, 2001).

LIQGR – O índice de liquidez é calculado pela razão do ativo circulante pelo passivo circulante. A folga de recursos é representada pela presença de liquidez, associado ao menor risco de insolvência. Dessa forma, quanto maior a liquidez, maior a taxa de pagamento de proventos. (HO, 2003; LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2002; ROSS et al., 2013).

RENPAT – *Return on Equity* – índice de lucratividade das empresas. É o retorno sobre o patrimônio líquido, indicativo de quanto a empresa consegue gerar lucro em relação ao capital investido. (MARTINS; IUDICIBUS; ERNESTO, 2013; ROSS et al., 2013). É esperado uma relação positiva entre lucratividade e a quantidade de dividendos distribuídos. (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; HEINEBERG; HO, 2003).

DIVB\_AT – Endividamento. O maior nível de alavancagem em algumas empresas acarreta na realização de pagamentos sobre as dívidas (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993), restringindo a disponibilidade de recursos em detrimento do pagamento de proventos. (ROZEFF, 1982; LA PORTA, et al. 2000). É a divisão entre o passivo circulante mais o exigível de longo prazo dividido pelo ativo total. É esperada uma relação negativa entre a variável e a distribuição de dividendos.

CAPEX – (*capital expenditure*) – é o montante de investimentos realizados em equipamentos e instalações de forma a manter a produção de um produto ou serviço. Sendo assim, caso existam projetos rentáveis, a empresa optaria pela priorização da destinação dos fundos gerados internamente para financiamento dos mesmos, conforme teoria preconizada do *Pecking Order*. (PORTAL; ZANI; SCHÖNERWALD, 2012). É esperada uma relação negativa entre a variável e a distribuição de dividendos.

LL\_AT – Lucro Líquido que mensura a eficiência global da empresa em gerar lucros com seus ativos disponíveis; também chamado de retorno sobre o ativo (ROA). Quanto maior for o rendimento da empresa sobre o total dos ativos, melhor.

REC\_AT – Receita do ano. Empresas com estabilidade nos ganhos provavelmente terão maior comprometimento com a distribuição de proventos devido ao risco menor das receitas esperadas não ocorrerem. (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003).

CON1 – Concentração de propriedade. É medido pelo percentual do acionista majoritário. Empresas com propriedade mais concentrada pagam menos dividendos do que empresas com propriedade menos concentrada, pois possuem condições mais favoráveis para expropriar os minoritários, gerando um problema de agência. Os dividendos podem ser usados para reduzir o problema de agência entre a administração e os acionistas. (ASSAF NETO, 2010).

DUMFIN – *Dummy* para o Setor Financeiro em detrimento das particularidades específicas de contabilização.

DUMNEG – *Dummy* para empresas que possuíram resultado negativo e distribuíram proventos pela constituição de reservas legais dos anos anteriores

Para este trabalho foram utilizadas variáveis anuais e a partir disso foram testadas 10 variáveis independentes que buscassem explicar a variável dependente, *PAY*, classificadas da seguinte maneira, conforme o quadro 1:

| VARIÁVEL                             | IMPORTÂNCIA / SIGNIFICADO               | CLASSIFICAÇÃO                     | SINAL ESPERADO |
|--------------------------------------|---|-----------------------------------|----------------|
| <i>PAY (Payout)</i>                  | Percentual de distribuição de proventos | Distribuição e proventos          | -              |
| AT_LN: Tamanho                       | Tamanho da empresa                      | Relacionado ao tamanho da empresa | Positiva       |
| LIQGR: Liquidez Geral                | Capacidade de pagamento da empresa      | Relacionada à liquidez            | Positiva       |
| RENPAT: ( <i>Return on Equity</i> ): | Lucro em relação ao capital investido   | Relacionada a lucratividade       | Positiva       |

|                                    |   |                                      |          |
|------------------------------------|---|--------------------------------------|----------|
| DIVB_AT:<br>Endividamento          | Nível de<br>endividamento das<br>empresas                           | Relacionada ao custo<br>financeiro   | Negativa |
| CAPEX                              | Investimentos em<br>bens imobilizados                               | Relacionada à<br>estrutura de Ativos | Negativa |
| LL_AT                              | Lucro Líquido no<br>ano   | Relacionado a<br>rentabilidade       | Positiva |
| REC_AT                             | Receita no ano  | Volume de vendas                     | Positiva |
| CON1: Propriedade                  | Percentual de<br>concentração do<br>acionista majoritário           | Estrutura de<br>propriedade          | Negativa |
| DAMFIN: <i>Dummy</i><br>Financeira | Empresas do setor<br>financeiro                                     | Setor financeiro                     | Positiva |
| DAMNEG: <i>Dummy</i><br>Negativa   | Empresas com<br>resultado negativo<br>que distribuíram<br>proventos | Distribuição de<br>proventos         | Negativa |

Quadro 1 - Análise das variáveis

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim a função matemática do modelo proposto pode ser definida como:

$$PAY_i = \beta_0 + \beta_1 AT\_LN_i + \beta_2 LIQGR_i + \beta_3 RENPAT_i + \beta_4 DIVB\_AT_i + \beta_5 CAPEX_i + \beta_6 LL\_AT_i + \beta_7 REC\_AT_i + \beta_8 CON1_i + \beta_9 DUMFIN_i + \beta_{10} DUMNEG_i + \varepsilon_i \quad 1$$

Onde:  $\beta_{0-10}$  = é o coeficiente que relaciona a variável independente n com a variável dependente; AT\_LN = variável tamanho; LIQGR = Liquidez Geral; RENPAT = lucratividade; DIVB\_ATT = endividamento; CAPEX = investimentos; LL\_AT = Lucro líquido; REC\_AT = Receita; CON1 = controle da propriedade; DUMFIN = setor financeiro; DUMNEG = empresas com resultado negativo e distribuíram dividendo.

### 3.3 Regressão Quantílica

Para tal propósito, utiliza-se a técnica de Regressão Quantílica<sup>7</sup>, a qual permite analisar a associação entre a variável resposta com as variáveis explicativas nos diversos

7 Algumas vantagens inerentes à regressão quantílica sobre os MQO podem ser listadas da seguinte forma conforme (KOENKER; BASSETT, 1978): a) A técnica de regressão quantílica permite caracterizar toda distribuição condicional de uma variável resposta a partir de um conjunto de regressores; b) pode ser usada quando a distribuição não é gaussiana; c) usa a totalidade dos dados para estimar os coeficientes angulares dos quantis, ou seja, não há subamostras do conjunto de dados; Regressão quantílica é robusta a outliers; d) por utilizar a distribuição condicional da variável resposta, podem ser estimados os intervalos de confiança dos parâmetros e do regressando diretamente dos quantis condicionais desejados; e) como os erros não possuem uma distribuição normal, os estimados provenientes da regressão quantílica podem ser mais eficientes que os estimadores por meio de MQO.

quantis da distribuição condicional. Dessa forma, obtém-se um mapeamento mais amplo dos determinantes que impactam o índice *Payout*, analisando as respostas de como cada quantil responde, em vez de se obter somente uma reta de regressão para o caso da média (KOENKER; BASSETT, 1978).

Outro aspecto que evidencia a utilização da regressão quantílica é que apesar de ser aplicada a mais de três décadas, são poucos os trabalhos que utilizam esta técnica, evidenciando o grande potencial ainda não explorado. (SILVA; PÔRTO JÚNIOR, 2006). Além disso, em dividendos, a distribuição não é igual para todos os quantis sendo muito pequena a utilização de regressão quantílica.

### 3.4 Amostra

A amostra é composta por companhias brasileiras listadas na BMF&BOVESPA que pagaram ou não dividendos ou juros sobre capital próprio no ano de 2009 a 2013. Os dados foram extraídos do banco de dados da Economática®, das informações publicadas no site da CVM, no site da BMF&BOVESPA e na área de relações com o investidor das empresas.

No site da BMF&BOVESPA, atualizado em 01 de fevereiro de 2015, constam listadas 442 empresas. Da amostra total de empresas, foram retiradas as que não continham informações suficientes no banco de dados e as observações consideradas *outliers*<sup>8</sup>, resultando em 425, 420, 419, 415 e 406 empresas de 2009 a 2013 respectivamente e um total de 3073 observações. Também não foi excluído nenhum setor específico.

Ressalta-se que a definição da amostra dessa forma alcança um número maior de empresas do que os demais trabalhos na área em um mercado mais amadurecido do que o encontrado pelos pesquisadores pioneiros no País. Por exemplo, Heineberg e Procianny (2003) analisaram 7 anos, entre 1994 e 2000, 196 empresas e 951 observações. Posteriormente Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007) analisaram 8 anos, de 1997 a 2004, 108 empresas (setor bancário), perfazendo 864 observações. Recentemente estudos de Procianny e Vancin (2014) analisaram 5 anos, de 2007 a 2011, e com 1.118 observações.

Cabe salientar que a variável dependente, o indicador financeiro PAY, considera os dividendos pagos no ano. Dessa forma existe uma limitação quanto a competência do pagamento de dividendos mais juros sobre capital próprio do último trimestre do ano, uma vez que este é pago no ano seguinte.

Outra limitação encontrada foi quanto à validação de alguns dados apresentados na base de dados que estavam como número índice, no entanto, era apresentado em forma de valor por algumas empresas. Esses dados tiveram que ser corrigidos analisando as informações contábeis dos relatórios no site das empresas.

---

<sup>8</sup> Em estatística, *outlier*, valor aberrante ou valor atípico, é uma observação que apresenta um grande afastamento das demais da série (que está "fora" dela), ou que é inconsistente. (GLADWELL, 2008).

## 4 | ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise Descritiva

Da amostra total de 3073 observações da variável PAY, 1.331 empresas não distribuíram nenhum tipo de provento, enquanto que 1.607 empresas distribuíram proventos e outras 135 empresas possuíram *Payouts* menores do que zero. Este último grupo possui distribuição de proventos com resultado negativo ou prejuízo, sendo considerado como fato atípico decorrente de fatores pontuais e extraordinários. Os dados foram testados em logaritmo, considerando somente os *payouts* maiores que zero. No entanto o modelo não apresentou diferença significativa sobre os resultados.

Na análise é interessante observar que as variáveis desse estudo não possuem distribuição normal. Também é observado na maior parte das variáveis uma discrepância entre o valor médio e a mediana, bem como, no coeficiente de assimetria (Skewness), indicando uma análise que leva em conta as assimetrias da base de dados e a regressão quantílica leva em consideração essa particularidade. Pelo teste de JaqueBera observamos que a distribuição das variáveis não se aproxima da distribuição normal.

Na tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis para todos os anos. Observa-se que a média da variável PAY ficou em 0.40 e a mediana em 0.07 no período de análise. A média do AT\_LN ficou próximo da mediana. A LIQGR ficou com média 2.24 e mediana 0.9. A RENPAT com média 8.22 e mediana em 7.4. O endividamento, DIVB\_AT, com média de 25.7% e mediana de 21.9% do ativo total. Os níveis de investimento CAPEX ficou em média 5.2% e para mediana 2.8% do ativo total. O LL\_AT apresenta em média um resultado abaixo do esperado de -12% do ativo total, ficando a mediana em 2%. A REC\_AT ficou com média de 56% e mediana de 45% do ativo total. Todas as variáveis não apresentam distribuição normal de dados.

| Variáveis            | PAY        | AT_LN    | LIQGR     | RENPAT     | DIVB_AT  | CAPEX      | LL_AT     | REC_AT | CON1     |
|----------------------|------------|----------|-----------|------------|----------|------------|-----------|--------|----------|
| <b>Média</b>         | 0,4082     | 13,9145  | 2,4367    | 8,2267     | 25,7896  | 0,0529     | - 0,1257  | 0,5656 | 58,1434  |
| <b>Mediana</b>       | 0,0735     | 14,2745  | 0,9000    | 7,4000     | 21,9000  | 0,0286     | 0,0257    | 0,4516 | 55,1000  |
| <b>Máximo</b>        | 80,9731    | 20,8736  | 279,5000  | 316,9000   | 385,3000 | 6,9762     | 4,4109    | 4,1599 | 100,0000 |
| <b>Mínimo</b>        | - 14,1800  | 1,3863   | 0,0010    | - 339,0000 | 0,0010   | - 1,5017   | - 26,7500 | 0,0001 | 0,1000   |
| <b>Desvio Padrão</b> | 2,4425     | 2,7253   | 11,5758   | 33,3036    | 31,4204  | 0,1954     | 1,4223    | 0,5790 | 29,0810  |
| <b>Assimetria</b>    | 20,7849    | - 1,1297 | 14,2554   | - 0,1276   | 4,7622   | 20,2281    | - 12,8351 | 1,9894 | 0,0368   |
| <b>Curtose</b>       | 592,0933   | 6,3077   | 268,9262  | 29,4265    | 43,7842  | 617,0607   | 197,4178  | 9,7268 | 1,7770   |
| <b>Jarque-Bera</b>   | 44.655.674 | 2.055    | 9.158.768 | 89.427     | 224.594  | 48.490.307 | 4.924.131 | 7.821  | 192      |
| <b>Probabilidade</b> | 0,00       | 0,00     | 0,00      | 0,00       | 0,00     | 0,00       | 0,00      | 0,00   | 0,00     |
| <b>Observações</b>   | 3.073      | 3.073    | 3.073     | 3.073      | 3.073    | 3.073      | 3.073     | 3.073  | 3.073    |
| <b>Ações ON</b>      | 2.080      |          |           |            |          |            |           |        |          |
| <b>Ações PN</b>      | 993        |          |           |            |          |            |           |        |          |



Tabela 1 – Estatística Descritiva de todos os anos (2009 a 2013)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da Economática® (2009-2013).

## 4.2 Correlações Entre as Variáveis

Nesse estudo, observa-se que as variáveis independentes não são altamente correlacionadas, indicando ausência de vieses na estimativa dos coeficientes e do modelo apresentado por problemas de correlação. Para esse estudo é comentado a correlação entre as variáveis com valor acima de 0.2. A maior correlação foi entre as variáveis LL\_AT e AT\_LN com uma relação moderada e positiva em todos os anos, sendo que a maior foi no ano de 2013 (0.58).

A RENPAT apresentou uma correlação positiva em todos os anos com o AT\_LN.

A DUMFIN e AT\_LN apresentou correlação positiva no período. As variáveis DIVB\_AT e REC\_AT a DUMFIN apresentou correlação negativa em todo o período.

A tabela 2 apresenta a correlação entre todas as variáveis e de todo o período. Houve uma correlação positiva entre LL\_AT e AT\_LN. Também observa-se uma correlação positiva, porém menos intensa entre DUMFIN e AT\_LN. As principais correlações negativas ocorrem entre DUMFIN, DIVB\_AT e REC\_AT, LIQGR e AT\_LN.

| 2009 :<br>2013 | PAY | AT_LN   | LIQGR    | RENPAT    | DIVB_AT   | CAPEX    | LL_AT    | REC_AT   | CON1     | DUMFIN    | DUMNEG    |
|----------------|-----|---------|----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| PAY            | 1   | 0,03351 | 0,01587  | 0,03050   | - 0,02748 | -0,01409 | 0,02335  | 0,00901  | 0,01225  | 0,01956   | - 0,14618 |
| AT_LN          |     | 1       | -0,22688 | 0,18175   | 0,02275   | 0,02909  | 0,42474  | 0,01025  | -0,15673 | 0,24826   | 0,04004   |
| LIQGR          |     |         | 1        | - 0,10114 | - 0,12075 | 0,04738  | 0,00070  | -0,09694 | 0,08932  | - 0,02509 | - 0,02332 |
| RENPAT         |     |         |          | 1         | - 0,08189 | -0,03673 | 0,13799  | 0,08134  | -0,03459 | 0,07496   | - 0,16109 |
| DIVB_AT        |     |         |          |           | 1         | 0,02925  | 0,04843  | 0,10167  | -0,05963 | - 0,25703 | 0,01974   |
| CAPEX          |     |         |          |           |           | 1        | -0,02397 | 0,06633  | 0,00933  | - 0,08195 | - 0,02107 |
| LL_AT          |     |         |          |           |           |          | 1        | 0,10272  | -0,12185 | 0,03807   | 0,00894   |
| REC_AT         |     |         |          |           |           |          |          | 1        | -0,07940 | - 0,28378 | - 0,00523 |
| CON1           |     |         |          |           |           |          |          |          | 1        | 0,02974   | - 0,01790 |
| DUMFIN         |     |         |          |           |           |          |          |          |          | 1         | - 0,01467 |
| DUMNEG         |     |         |          |           |           |          |          |          |          |           | 1         |

Tabela 2 - Correlação Todos os anos (2009 a 2013)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da Economática® (2009-2013).

## 4.3 Resultados das Regressões

O passo inicial foi determinar quais das variáveis independentes são estatisticamente significantes para explicar a variável dependente PAY. Para tanto através do software Eviews se obteve o t-Statistic para cada uma das variáveis e a probabilidade destas serem estatisticamente iguais a zero, conforme diversas modelagens.

Inicialmente é proposta a estimação via mínimos quadrados ordinários (MQO). No entanto, esta abordagem não foi adequada para a base de dados utilizada. Sendo assim, foi realizado a estimação utilizando o método de regressão quantílica, para os quantis .10, .25, .50, .75, .90.

No modelo de MQO estimado foi possível observar que as variáveis independentes são capazes de explicar 2.47% da variação de PAY. Optou-se pela estimação utilizando as variáveis em logaritmo, com exceção das variáveis *dummy*. As diferenças entre o modelo em nível e o modelo em logaritmo foram muito pequenas. Além disso, quando foi analisado que o valor dos coeficientes e sua significância estatística, a maioria deles é estatisticamente igual a zero. Somente a variável AT\_LN apresentou uma relação positiva e significativa a 5% com a variável PAY. Ao aumento de 1 ponto da variável AT\_LN a variável PAY aumentou 3.96%. Já a variável indicativa de valores negativos que distribuíram proventos apresentou uma relação negativa e significativa com a variável PAY. As demais variáveis não apresentaram relação estatisticamente significativa.

Dessa forma, é possível que as variáveis independentes tenham relações distintas com a variável PAY de acordo com sua distribuição, ou seja, no início da distribuição haja uma relação de magnitude e sinal distinto do restante da distribuição. Para tentar observar se existe relevância nesta suposição foram realizados alguns testes para verificar a estabilidade dos parâmetros de MQO e também para observar se há um processo quantílico na base de dados.

Pelo teste de estimativa do processo quantílico a maior parte das variáveis possui alguma relação com a variável PAY. Contudo, na maioria dos casos esta relação claramente não é linear, nem igual para todos os pontos da distribuição, sendo assim, é possível que seja necessário a utilização de uma metodologia distinta da de MQO.

Um fato a ser observado é o aumento do desvio padrão após o quartil 0.5, no intervalo de confiança de 95%. Este fato reitera o uso de metodologia capaz de analisar a base de dados nos seus diversos pontos de acordo com as características da mesma.

No teste de igualdade de inclinação via MQO e para alguns quantis específicos, vemos que há pelo menos quatro variáveis onde seus coeficientes diferem estatisticamente da estimação de MQO. Podemos observar que duas variáveis apresentaram igualdade, sendo elas, a variável LIQGR e CAPEX. Como optou-se pela utilização de mais variáveis, não é indicado a utilização de MQO. O teste de Wald para igualdade de inclinação nos quantis foi de  $\chi^2_{(40)} = 2040 [0.0000]$ .

Visando utilizar um modelo que seja mais adequado para a base de dados, optou-se pelo método de regressão quantílica. A diferença entre a estimação via MQO e esta são os pesos atribuídos para cada observação. Inicialmente, os valores da variável PAY são ordenados de forma crescente. Então, a minimização dos erros ocorre em diversos pontos da distribuição de PAY, e não apenas nos seus valores centrais como ocorre no MQO.

A estimação via regressão quantílica é bastante similar a de MQO. Porém, ao realizar

a minimização em mais de um ponto, devido ao quantil escolhido, é como se ponderasse as observações, dando mais peso àquelas próximas ao ponto de escolha. Ou seja, ao escolher o quantil 0.1 estaremos minimizando o erro nas proximidades dos 10% menores valores de PAY. Sendo assim, as observações ao redor deste quantil terão uma ponderação maior.

Pelo teste de estimativa do processo quantílico foi possível observar que as relações entre as variáveis são distintas de acordo com a distribuição de PAY. Neste sentido, consideramos válido realizar a estimação de cinco quantis: .10, .25, .50, .75, .90.

Serão expostos na tabela 3 os resultados conforme o modelo apresentado.

| Quantil                    |    | MQO           | Q 0.1         | Q 0.25        | Q 0.50        | Q 0.75        | Q 0.90        |
|----------------------------|----|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AT_LN                      | *  | 3.96E-02      | 2.25E-20      | 1.87E-20      | 2.08E-02      | 3.71E-02      | 6.54E-02      |
|                            | ** | (0.0395)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      |
| LIQGR                      |    | 4.30E-03      | -3.79E-22     | -6.09E-22     | 5.92E-04      | 7.01E-03      | 1.80E-02      |
|                            |    | (0.2782)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0016)      | (0.0000)      | (0.6024)      |
| RENPAT                     |    | -2.79E-04     | 3.19E-22      | 1.53E-21      | 1.43E-03      | 2.41E-03      | 1.99E-03      |
|                            |    | (0.8385)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      |
| DIVB_AT                    |    | -1.79E-03     | -1.35E-21     | -7.42E-22     | -3.33E-04     | -8.87E-04     | -1.73E-03     |
|                            |    | (0.2212)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0001)      | (0.0000)      | (0.0000)      |
| CAPEX                      |    | -2.45E-01     | 7.33E-20      | -7.27E-20     | 1.45E-03      | -5.59E-02     | -1.56E-01     |
|                            |    | (0.2765)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.9432)      | (0.0000)      | (0.0000)      |
| LL_AT                      |    | 1.25E-02      | -3.07E-21     | -1.57E-20     | -1.01E-02     | -5.09E-03     | 6.30E-03      |
|                            |    | (0.7188)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0000)      | (0.1524)      | (0.4736)      |
| REC_AT                     |    | 6.37E-02      | 5.38E-20      | 1.09E-19      | 3.89E-02      | 2.84E-02      | -9.88E-02     |
|                            |    | (0.4262)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.0001)      | (0.1577)      | (0.0039)      |
| CON1                       |    | 1.29E-03      | -2.18E-22     | 5.76E-22      | -2.73E-04     | 3.28E-04      | 1.70E-03      |
|                            |    | (0.3985)      | (1.0000)      | (1.0000)      | (0.1776)      | (0.5056)      | (0.0858)      |
| DUMFIN                     |    | 2.72E-02      | 1.35E-01      | 2.95E-01      | 2.21E-01      | 1.02E-01      | -1.37E-02     |
|                            |    | (0.8710)      | (0.0007)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0651)      | (0.8861)      |
| DUMNEG                     |    | -1.76E+00     | -3.88E+00     | -1.35E+00     | -4.73E-01     | -4.66E-01     | -6.90E-01     |
|                            |    | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      | (0.0000)      |
| C                          |    | -1.27E-01     | 9.45E-03      | 1.00E-03      | -1.76E-01     | -1.62E-01     | -1.02E-01     |
|                            |    | (0.6714)      | (0.9157)      | (0.9376)      | (0.0000)      | (0.0334)      | (0.5914)      |
| <b>R-quadrado</b>          |    | <b>0.0247</b> | <b>0.2537</b> | <b>0.0827</b> | <b>0.0774</b> | <b>0.0510</b> | <b>0.0353</b> |
| <b>R-quadrado ajustado</b> |    | <b>0.0216</b> | <b>0.2512</b> | <b>0.0797</b> | <b>0.0744</b> | <b>0.0479</b> | <b>0.0321</b> |
| <b>N° Observações</b>      |    | <b>3,073</b>  |               |               |               |               |               |

\* Primeira linha: Coeficiente.

\*\*Segunda linha: Probabilidade. Significância estatística.

Tabela 3- Estimação da relação entre a variável PAY (em logaritmo) e outras variáveis independentes (em logaritmo) nos diferentes quantis de 2009 a 2013

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da Economática® (2009-2013).

Observa-se que realmente ocorrem modificações de acordo com o quantil estimado. Também podemos observar que ao utilizar a regressão quantílica houve um incremento do R-quadrado para todos os quantis, com o mínimo de 0.0353 no quantil 0.9 e um máximo de 0.2537 no quantil 0.1. Podemos observar que essa relação foi decrescente nos quantis.

De forma distinta da estimação via MQO temos muitas variáveis que são estatisticamente significantes. A variável AT\_LN, que já tinha apresentado significância estatística na estimação de MQO, manteve essa particularidade com exceção dos dois primeiros quartis. A relação desta variável com a variável PAY foi significativa e positiva, sendo mais forte no quartil 0.9 onde um aumento de 1 ponto no AT\_LN aumentou 6.54%. Resultado semelhante foi encontrado por Fama e French (2001), Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Ferreira Junior, Nakamura e Martin (2007), Mota e Eid Junior (2010), Procianoy e Vancin (2014), com utilização de outros métodos estatísticos como dados em painel, regressão linear múltipla, regressões tobit ou logit.

A variável LIQGR foi positiva e significativa apenas para os quantis 0.5 e 0.75. Já a variável RENPAT apresentou significância a partir do quantil 0.5 em diante, com uma relação positiva de aproximadamente 0.2% com a variável PAY. Maiores valores de LIQGR geram um aumento na variável PAY. Resultado semelhante foi encontrado por Lemes Júnior, Cherobim, Rigo (2002), Ho (2003), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), Decourt e Procianoy (2006), Mota e Eid Junior (2010), Ross et al. (2013), Procianoy e Vancin (2014) com utilização de outros métodos estatísticos como dados em painel, médias de variáveis, regressão linear múltipla, regressões tobit ou logit.

A DIVB\_AT também apresentou significância apenas a partir do quantil 0.5, com uma relação negativa com a variável PAY. Maiores valores de DIVB\_AT geram uma redução na dependente PAY. Essa relação aumentou em magnitude com o aumento dos quantis. Estudos de Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005) e Mota e Eid Junior (2010) concluem que o menor endividamento influencia positivamente o pagamento de dividendos. A relação negativa é confirmada por estudos de Rozeff (1982) e La Porta et al. (2000).

A variável CAPEX foi significativa apenas nos quantis 0.75 e 0.9. A relação foi negativa, onde um aumento de 1 ponto desta variável representou uma queda de 5.59% e 15.58% respectivamente em PAY. A variável LL\_AT apresentou uma relação significativa apenas no quantil 0.5 (mediana) com uma relação negativa de 1.01% com a variável PAY ao aumento de 1 ponto na variável LL\_AT. Essa relação é confirmada com o estudo de Procianoy e Vancin (2014) no período de 2007 a 2011 com utilização de regressão múltipla.

Em relação a variável REC\_AT apenas houve significância estatística na mediana e no quantil de 0.9. No primeiro caso a relação foi positiva. Maiores valores de REC\_AT geram um aumento na dependente PAY. O aumento de 1 ponto na variável REC\_AT representou um incremento na variável PAY de 3.89%, no quantil 0.5, enquanto no quantil 0.9 o aumento de 1% em REC\_AT reduziu o PAY em 9.88%.

A variável CON1 não apresentou significância estatística a 1% para nenhum dos quantis. Estudos de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e Mota e Eid Junior (2010) encontraram relação negativa entre nível de concentração e *Payout*. Nesse estudo verifica-se uma relação negativa no quartil .50. Procianoy e Vancin (2014) confirmaram uma relação positiva com utilização de regressão multivariada no período de 2007 a 2011.

A DUMFIN foi significativa nos quantis 0.1 a 0.5 e positiva. Já a DUMNEG foi significativa para todos os quantis, estando associada com uma relação negativa e cada vez mais forte com a variável PAY.

Para todos os casos da análise quantílica a significância estatística utilizada foi de 1%.

Neste trabalho podemos observar alguns resultados bastante distintos dos tradicionais. Alguns dos fatores que levaram a isso foram a não exclusão de nenhum setor econômico da base de dados, além da utilização de diversos anos. Sendo assim, a amostra total, que obteve 3.073 observações, foi uma das maiores dentre os estudos da política de dividendos.

Outro fator que modifica os resultados é a modelagem. A escolha por analisar de acordo com os quantis da distribuição, ao invés de ponderar todas as observações com o mesmo peso é capaz de se destacar, uma vez que o comportamento das variáveis não é homogêneo durante a sua distribuição.

## 5 | CONSIDERAÇÕES FINAIS

A política de dividendos tem destaque em diversos estudos visando esclarecer a sua importância e os fatores que a determinam. A forma como são distribuídos os proventos é um tema central e não se trata apenas de uma decisão sobre o quanto pagar aos acionistas, mas também do quanto de lucro permanecerá na companhia e de que forma será utilizado.

Neste sentido, o propósito deste trabalho foi identificar os fatores determinantes que impactam o índice *Payout*. A abordagem teórica levou em consideração a relevância e irrelevância dos dividendos, o conteúdo informacional e sinalização, o efeito clientela e tributos, os custos de agência e a legislação brasileira.

Contudo, foi observado que para todos os fatores mencionados, as conclusões dos estudos empíricos realizados não reúnem um consenso. Alguns autores obtiveram resultados semelhantes e outros não, seja pelo período amostral diferenciado, escolha de segmento específico ou técnica de análise utilizada.

A técnica de regressão quantílica foi aplicada e produziu um mapeamento mais completo do impacto gerado na distribuição condicional da variável resposta (PAY) para a base de dados e o período analisado. Pelo teste de igualdade de inclinação dos quantis, pelo menos os coeficientes de quatro variáveis diferem da estimação MQO.

As estimativas produzidas pela regressão quantílica permitem concluir que as

variáveis que impactam a *Payout* são: a) AT\_LN com relação positiva e significativa em todos os quantis; b) a variável LIGGR foi positiva e significativa nos quantis 0.5 e 0.75; c) a RENPAT apresentou significância a partir do quantil 0.5 e positiva; d) relação negativa da DIVB\_AT a partir do quantil 0.5 com a variável PAY; e) há uma relação significativa e negativa nos quartis 0.75 e 0.9 entre a variável CAPEX e PAY; f) A variável LL\_AT apresentou uma relação significativa e negativa no quartil 0.5; g) a variável REC\_AT apresentou uma relação positiva e significativa na mediana e no quartil 0.9; h) a variável CON1 não apresentou significância estatística a 1%, no entanto verifica-se uma relação positiva no quartil 0.75 e 0.9 e negativa nos outros quartis; i) as variáveis DUMFIN foram significativas e positivas no quartil 0.1 a 0.5 e a DUMNEG apresentou uma associação negativa e cada vez mais forte.

Nesse sentido, o estudo atingiu seu objetivo ao verificar que as variáveis tamanho, liquidez, rentabilidade, dívida bruta, investimento e receita são fatores que impactam de forma relevante a variável *payout* em tamanho e sinal diferenciadas, principalmente a partir da mediana, aumentando em magnitude nos quantis superiores.

Com base nos resultados obtidos neste trabalho, recomenda-se que outros estudos aprofundem outras *proxys*, outras técnicas econométricas, a análise por setores, os fatores que impactam empresas que distribuem dividendos além dos limites definidos pela legislação ou estatuto, *Dummy* para governança e com variáveis deflacionadas.

## REFERÊNCIAS

AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003.

ALLI, Kasim L.; KHAN, Abdul Q.; RAMIREZ, Gabriel G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **The Financial Review**, v. 28, n. 4, p. 523-547, nov. 1993.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BLACK, Fischer. The Dividend Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, vol. 2, n. 2, p. 5-8, 1976.

BLACK, Fischer. Why firms pay dividends? **Financial Analysis Journal**, n. 46, p. 5, 1990.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens; FIRMINO, Adilson; GAMA, Alex. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico do Brasil. In: III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2003. **Anais**. São Paulo: USP, p. 1-20, 2003.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos - Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

DECOURT, Roberto F. **O Processo Decisório da Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na Bovespa**. 2009. 130 f. Tese. Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2009.

EISENHARDT, Kathleen. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan, 1989.

FAMA, Eugene, F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.

FAMÁ, Rubens; MARTINS, Andressa I. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre Política de Dividendos? **Revista ERA**, São Paulo. v. 52, n. 1 p. 24-39, 2012.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na bolsa de valores de São Paulo. In: **Sétimo Encontro Brasileiro de Finanças**. Rio de Janeiro, 2007.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

GLADWELL, Malcolm. **Fora de Serie – Outliers**. Rio de Janeiro. Sextante, 2008.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GÜTTLER, Cláudio. Governança corporativa: avaliação qualitativa das práticas em uma empresa de energia elétrica. In: **VII Congresso Nacional de Excelência em Gestão**. Agosto, 2011.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: **Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação**, 27. 2003. Atibaia. Anais Atibaia: ANPAD, 2003.

HO, Horace. Dividend policies in Australian and Japan. **International advances in Economic Research**, v. 9, n. 2, p. 91-100, may 2003.

IQUIAPAZA, Roberto A; BARBOSA, Francisco V; BRESSAN, Aureliano A. Dividendos: plano real, imposto de renda e sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003. In: **Encontro brasileiro de Finanças**. 5. 2005. São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: SBFIN, 2005. Disponível em: <<http://www.sbfm.org.br/encontros/2005>>. Acesso em: 15 ago. 2014.

IQUIAPAZA, Roberto A; LAMOUNIER, Wagner M; AMARAL, Hudson F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. 2006. Salvador. **Anais eletrônicos de Salvador**: ANPAD, 2006. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/enanpad2006>>. Acesso em: 08 set. 2014.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-363, 1986.

KOENKER, Roger; BASSETT, Gilbert. **Regression quantile**. *Econometrica*, 46, p. 33-50, jan. 1978.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 01-33, feb. 2000.

LEMES JÚNIOR, Antônio B.; CHEROBIM, Ana Paula; RIGO, Claudio M. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

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

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

MOTA, Daniel C; EID JUNIOR, Willian. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B609.pdf>>. Acesso em: 02 out. 2014.

NETO, Augusto Novis Jorge. **Dividend yield e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro**. 2002. 66 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Pós-Graduação da EAESP/FGV, São Paulo, 2002.

PORTAL, Márcio Telles; ZANI, João; SCHÖNERWALD, da Silva Carlos Eduardo. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista contabilidade e finanças**, São Paulo, v. 23, n. 58, jan./apr, 2012.

PROCIANOY, Jairo L. A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, Gyorgy; LEAL, Ricardo. **Gestão de Investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: FCE, 2006.

PROCIANOY, Jairo L; VANCIN, Daniel F. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: um Approach Inovador. **Congresso: ENAMPAD**. Rio de Janeiro, 2014.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D.; LAMB, Roberto. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9. ed. São Paulo: Bookman, 2013.

ROZEFF, Michael S. Growth. **Beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios**. *Journal of Financial Research*, v. 5, n. 3, 1982.

SANTANA, Luciene. **Relação entre dividendo e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos**: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado) – Instituto Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

SANTOS, Sandrine I. G. M. **Os determinantes da política de distribuição de dividendos**: o caso das empresas não financeiras do índice PSI-20. 2011. 37 f. Dissertação (Mestrado em Finanças Empresariais) - Universidade de Cabo Verde, 2011.

SILVA, Everton Nunes da; PÔRTO JÚNIOR, S. Sabino. Sistema Financeiro e Crescimento Econômico: Uma aplicação de regressão quantílica. **Economia Aplicada**. São Paulo, v. 10, n. 3, p. 425-442, jul./set. 2006.



## ÍNDICE REMISSIVO

### A

Acionista 175, 207, 209, 210, 212, 213, 214, 215, 216, 218, 219, 220, 221, 232, 234, 235  
Ações 1, 3, 5, 6, 7, 8, 10, 13, 15, 16, 21, 22, 40, 50, 51, 53, 58, 59, 88, 96, 139, 140, 141, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 152, 153, 154, 155, 156, 160, 161, 170, 171, 172, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 183, 184, 185, 187, 188, 189, 193, 195, 196, 197, 198, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 219, 221, 223, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 237, 243, 244, 245, 261

AÇÕES 137, 139, 144

Administração 1, 2, 3, 4, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 16, 17, 21, 23, 25, 33, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 60, 61, 63, 75, 76, 77, 78, 80, 88, 89, 90, 91, 92, 97, 98, 100, 101, 102, 122, 125, 126, 156, 163, 173, 174, 191, 194, 196, 198, 203, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 218, 222, 223, 224, 225, 229, 231, 234, 243, 244, 245, 260, 272

Agência 200, 207, 208, 209, 210, 212, 213, 214, 222, 224, 230, 234, 242

Aprendizagem 5, 91, 92, 93, 94, 96, 97, 100, 101, 102, 123, 125, 126, 127, 130, 131, 133, 134, 136

Autocomposição 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 59, 60

### B

Balanco 19, 20, 23, 24, 26, 27, 28, 29, 31, 32, 77

Bolsa de valores 171, 177, 187, 244

Brasil 1, 2, 25, 33, 52, 55, 59, 60, 62, 68, 75, 77, 78, 80, 82, 83, 84, 85, 86, 88, 89, 90, 92, 98, 137, 140, 141, 142, 143, 151, 156, 163, 173, 181, 183, 184, 185, 188, 191, 193, 194, 196, 197, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 216, 225, 227, 231, 232, 243, 244, 245, 259, 263, 264, 265, 266, 268, 269

### C

Compliance 191, 192, 193, 195, 196, 197, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206

Comportamento 35, 39, 40, 41, 43, 46, 66, 76, 97, 127, 207, 209, 213, 224, 242, 260, 261, 263, 264, 269

Conflitos 14, 40, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 173, 207, 208, 211, 213, 214, 215, 224, 230

Contabilidade 20, 21, 22, 23, 33, 34, 172, 173, 189, 196, 205, 206, 222, 223, 224, 225, 243, 245

Controles internos 9, 10, 191, 192, 194, 195, 196, 197, 201, 202, 203, 204, 205, 206

Corrupção 35, 36, 37, 38, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 89, 193, 194, 195, 201, 203, 204, 205

Covid-19 139, 140, 141, 144, 145, 146, 147, 148, 150, 151

## D

Demonstrações Contábeis 20, 22, 23, 32, 33, 34, 222

Desenvolvimento Humano 77, 78, 83, 90, 126

DETRAN 62, 63, 68, 69

Dividendos 175, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 218, 219, 220, 221, 222, 224, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 236, 241, 242, 243, 244, 245

## E

Educação 45, 46, 47, 48, 50, 58, 59, 77, 78, 79, 81, 82, 83, 85, 90, 92, 93, 96, 101, 102, 103, 122, 123, 125, 126, 127, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 146, 148, 151, 194, 270, 272

Efeito Clientela 229, 230, 242

Empresas 2, 4, 6, 7, 8, 44, 48, 57, 65, 89, 102, 140, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 153, 155, 163, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 191, 192, 193, 195, 196, 198, 200, 201, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 212, 213, 214, 215, 216, 218, 219, 221, 222, 223, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 233, 234, 235, 236, 237, 238, 243, 244, 245, 263, 272

Ensino 47, 55, 76, 77, 78, 79, 80, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 97, 99, 100, 101, 102, 122, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 139, 141, 142, 143, 146, 148, 149, 152, 153, 154, 156, 158, 160, 161

Escolaridade 68, 77, 78, 81, 83, 88

Ética 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 95, 96, 98, 140, 151, 165, 195, 197, 198, 201, 203

Experiência 1, 2, 3, 4, 11, 14, 15, 17, 91, 96, 100, 101, 126, 128, 130, 133, 143

## F

Finanças 21, 22, 33, 57, 88, 147, 189, 205, 206, 222, 223, 224, 225, 227, 243, 244, 245, 259, 260, 261, 262, 269, 270

Fraudes 191, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 201, 204

Futebol 259, 260, 261, 262, 263, 265, 267, 268, 269, 270

## G

Gestão 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 15, 16, 17, 19, 20, 32, 33, 34, 35, 39, 48, 50, 51, 55, 63, 69, 75, 76, 78, 103, 122, 123, 125, 126, 128, 131, 136, 144, 145, 147, 151, 152, 155, 156, 162, 163, 172, 173, 174, 195, 200, 203, 205, 206, 209, 210, 230, 244, 245, 263, 264, 272

Governança corporativa 170, 171, 172, 173, 174, 176, 177, 181, 184, 187, 188, 189, 190, 213, 222, 224, 230, 244

## H

Hospital 146, 147, 149, 164, 165, 169

## I

Indicadores Econômicos 19, 20, 32

Inovação 33, 93, 102, 136, 137, 152, 155, 194, 269, 272

Instituições Financeiras 191, 192, 193, 196, 202, 206

## L

Lavagem de dinheiro 191, 192, 195, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206

## M

Mercado 44, 79, 80, 87, 170, 171, 172, 173, 174, 176, 177, 178, 179, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 193, 196, 197, 203, 208, 210, 211, 213, 222, 223, 227, 228, 229, 230, 231, 236, 245, 262, 269

Metodologias ativas 91, 92, 93, 96, 97, 101, 102

Ministério Público 42, 44, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 57, 59, 60, 146

Motivação 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 72, 73, 74, 75, 101, 209, 227

## O

Organização 1, 5, 6, 8, 11, 14, 15, 16, 17, 33, 37, 40, 41, 42, 43, 44, 48, 63, 64, 65, 67, 69, 72, 73, 74, 75, 78, 136, 139, 140, 147, 148, 151, 153, 154, 155, 170, 172, 173, 174, 178, 185, 191, 192, 194, 196, 197, 198, 207, 209, 212, 213, 260

## P

Pandemia 57, 139, 140, 141, 144, 145, 146, 148, 149, 150

Payout 214, 223, 226, 227, 228, 232, 233, 234, 236, 242, 243, 245

Políticas Públicas 19, 33, 45, 77, 78, 194

Produção mais limpa 152, 154, 155, 156, 161, 162, 163

## R

Regressão quantílica 226, 235, 236, 237, 239, 241, 242, 245

Responsabilidade Social 139, 140, 144, 145, 148, 150, 151

Riscos 2, 9, 10, 66, 146, 148, 153, 154, 191, 192, 195, 196, 197, 202, 203, 204, 205

## S

Satisfação 42, 50, 59, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 70, 71, 72, 75, 76, 97, 100, 148

Serviço Público 13, 35, 36, 48, 162

Servidores 1, 2, 3, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44,

45, 46, 47, 55, 56, 58, 59, 62, 63, 64, 68, 69, 70, 71, 72, 74, 75, 76, 89, 141, 146, 147, 148, 149, 151, 156

Setor Público 19, 20, 21, 22, 23, 33, 36, 42, 44, 45

Simulação Empresarial 91, 97, 98

Sociedade 16, 17, 21, 23, 33, 36, 38, 39, 40, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 52, 54, 58, 79, 92, 93, 95, 103, 136, 139, 141, 143, 144, 145, 148, 150, 153, 184, 195, 197, 204, 208, 213, 263, 270, 271, 272

Supervisão educacional 122, 124, 126, 127, 129, 133, 134

## **T**

Torcedor 259, 260, 261, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 269, 270

Trabalho 2, 7, 10, 12, 14, 15, 16, 19, 20, 25, 33, 34, 35, 37, 38, 41, 45, 51, 56, 59, 62, 63, 64, 65, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 87, 88, 90, 93, 94, 95, 97, 99, 101, 102, 103, 123, 126, 127, 131, 140, 143, 147, 148, 149, 154, 156, 160, 172, 178, 188, 191, 192, 201, 202, 204, 205, 207, 209, 216, 219, 226, 227, 230, 234, 242, 243, 261

## **V**

Valor 40, 64, 65, 83, 139, 154, 161, 170, 171, 172, 173, 177, 178, 179, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 199, 201, 202, 206, 211, 212, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 222, 224, 228, 229, 230, 232, 236, 237, 238, 239, 243, 259, 260, 263

# AD MI NIS TRA ÇÃO:

4

**Estudos organizacionais e sociedade**

🌐 [www.atenaeditora.com.br](http://www.atenaeditora.com.br)

✉ [contato@atenaeditora.com.br](mailto:contato@atenaeditora.com.br)

📷 @atenaeditora

📘 [www.facebook.com/atenaeditora.com.br](https://www.facebook.com/atenaeditora.com.br)


# AD MI NIS TRA ÇÃO:



4

**Estudos organizacionais e sociedade**

 [www.atenaeditora.com.br](http://www.atenaeditora.com.br)

 [contato@atenaeditora.com.br](mailto:contato@atenaeditora.com.br)

 @atenaeditora

 [www.facebook.com/atenaeditora.com.br](https://www.facebook.com/atenaeditora.com.br)

  
Atena  
Editora  
Ano 2021