
Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa

Islane Vidal Fonteles¹

Cláudio Azevedo Peixoto Júnior²

Alessandra Carvalho de Vasconcelos³

Márcia Martins Mendes De Luca⁴

•Artigo recebido em: 27/08/2012•Artigo aceito em: 11/12/2012

Resumo

O presente estudo tem por objetivo caracterizar as empresas integrantes do Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBOVESPA, averiguando os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos elevadas. O trabalho foi desenvolvido com base na Teoria do Pássaro na Mão e na Teoria da Sinalização. O estudo descritivo caracteriza-se como qualitativo, com emprego da Análise de Conteúdo nos Formulários de Referência e nas atas das Assembleias Gerais Ordinárias referentes ao exercício de 2010 e da Análise de Componentes Principais (ACP), para se inferir sobre os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos elevados. A aplicação da ACP possibilitou a identificação de quatro componentes principais: Concentração; Rentabilidade; Prosperidade; e Setor. Verificou-se que a política de dividendos determinada por lei é a mais observada pelas companhias. Conclui-se que, de acordo com a Teoria da Sinalização, as empresas estudadas transmitem sinal positivo ao mercado por meio do planejamento e pagamento de dividendos elevados.

Palavras-chave: Política de dividendos; Teoria do Pássaro na Mão; Teoria da Sinalização; Índice Dividendos.

¹Mestranda em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará – UFC - Universidade Federal do Ceará – UFC
Endereço: Rua Tenente José Barreira, 481 altos, Álvaro Weyne, CEP: 60.336-050, Fortaleza/CE; E-mail: islanefonteles@gmail.com; Telefone: (85) 3282-4937

²Mestrando em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará – UFC- Universidade Federal do Ceará – UFC
Endereço: Rua Deputado Matoso Filho, 1266, Quintino Cunha, CEP: 60.351-360, Fortaleza/CE; E-mail: claudio.apjr@gmail.com; Telefone: (85) 9717-5079

³Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC - Professora Adjunta da Universidade Federal do Ceará – UFC - Endereço: Rua Coronel Jucá, 330/1901, Aldeota, CEP: 60.170-320, Fortaleza/CE; - E-mail: alegallon@terra.com.br; Telefone: (85) 3021-3443

⁴Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo – USP - Professora Adjunta da Universidade Federal do Ceará – UFC - Endereço: Rua Coronel Jucá, 1000/1501, Aldeota, CEP: 60.170-320, Fortaleza/CE; - E-mail: marciadeluca@ufc.br; Telefone: (85) 3261-1705

Dividend Policy of Companies in the Bm&FBovespa Index Dividend

Abstract

The present study aims at characterizing the companies in the Dividends Index of BM&FBOVESPA, verifying the possible conditioning factors of high policies of dividends. The study was based on the Theory of Bird in Hand and the Theory of Signs. The descriptive study is characterized as qualitative and quantitative, with use of Content Analysis in the Reference Forms and the minutes of the Ordinary General Meetings related to the year of 2010, and of Principal Component Analysis (PCA), to infer about the possible conditioning factors in dividend policy high. The application of PCA allowed the identification of four main components: Concentration, Profitability, Prosperity, and Sector. It was found that the dividend policy determined by the law is observed by most companies. It was concluded that, according to the Signaling Theory, the studied companies transmit positive signal to the market through planning and paying high dividends.

Keywords: Dividend Policy; Bird in Hand Theory; Signaling Theory; Dividend Index.

1 INTRODUÇÃO

Uma política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas. Esse tipo de decisão impacta diretamente nas decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa. Quando decide distribuir dividendos, a empresa está abrindo mão de investir esse recurso em seu próprio benefício, para dar maior retorno ao acionista (ASSAF NETO, 2008).

Os dividendos são importantes porque trazem um conteúdo informacional elevado. Os investidores podem diferenciar, entre duas empresas com lucros elevados, qual delas está com lucros mais sólidos ou anormais, por meio da análise de suas políticas de dividendos (NACEUR; GOAIED;; BELANES, 2006; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Um aumento de dividendos distribuídos pode ser um indicativo de que a administração acredita em um bom desempenho da empresa.

Entre as teorias que procuram explicar a política de dividendos, destacam-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria da Preferência Tributária (DAMODARAN, 2002) e a Teoria do Pássaro na Mão (LINTNER, 1962; GORDON, 1963). Na Teoria da Irrelevância dos Dividendos, os dividendos são irrelevantes para os investidores. Miller e Modigliani (1961) afirmam que, em hipótese de mercados perfeitos, os dividendos são irrelevantes, pois não são capazes de alterar o valor de mercado da empresa. A Teoria da Preferência Tributária, por sua vez, baseia-se no fato de que os dividendos ficam sujeitos a uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital. Devido a esse fato, os acionistas procuram se proteger dos impactos tributários, preferindo que a empresa retenha lucro, em vez de distribuir dividendos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2009). Devido à não tributação do dividendo, no caso brasileiro, há um indicativo de que as empresas possam adotar uma política de dividendos elevados. Já a hipótese da relevância dos dividendos, também conhecida como Teoria do Pássaro na Mão, de Lintner (1962) e Gordon (1963), defende que uma política de dividendos elevados contribui para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes (ROSS, 2010).

Seguindo a tendência de uma política de dividendos elevados, a BM&FBOVESPA criou em 2010 o Índice Dividendos (IDIV), que tem por objetivo “oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos

e juros sobre o capital próprio” (BM&FBOVESPA, 2011).Dentre os pontos a serem considerados na escolha de empresas para compor uma carteira de dividendos, o Infomoney (2011) destaca o perfil da companhia e o setor do qual faz parte, tomando por base empresas sólidas, com baixo endividamento e que requerem poucos investimentos.

Assim, com base no exposto, foi possível determinar a seguinte questão de pesquisa: *Qual o perfil das empresas integrantes do IDIV e quais os possíveis fatores condicionantes das respectivas políticas de dividendos elevados?* Para responder a esse questionamento, o presente estudo tem como objetivo principal caracterizar as empresas integrantes do IDIV, averiguando os possíveis fatores condicionantes das respectivas políticas de dividendos elevados. O estudo tem ainda os seguintes objetivos específicos: (i) caracterizar as empresas participantes do IDIV em termos de Segmento de listagem, Setor de atuação, Tamanho da empresa, Fluxo de caixa, Concentração do controle acionário, Lucro distribuído, Capital institucional e Crescimento; (ii) averiguar as políticas de dividendos das empresas do IDIV em termos de retenção e de distribuição de lucros; e(iii) identificar os fatores condicionantes da adoção de uma política de dividendos elevados.

Este estudo segue os pressupostos da Teoria do Pássaro na Mão, que destaca a preferência dos acionistas pela distribuição de dividendos, já que elegeu *parabenchmark* as empresas com dividendos elevados da carteira do IDIV.

O tema justifica-se pelo conteúdo informacional da política de dividendos, “um dos temas mais críticos em finanças, tanto pela abrangência das áreas que envolve quanto pela falta de consenso que ainda pesa sobre o tema” (FERREIRAJÚNIOR *et al.*, 2010, p. 191), além de ser uma das variáveis que os investidores levam em conta ao tomar decisões acerca de investimento. O presente estudo aprofunda a discussão sobre o tema a partir das conclusões de Ferreira Júnior *et al.*(2010), que, em sua análise sobre os principais fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, constataram que as evidências foram associadas à escola da relevância dos dividendos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de Dividendos e a Teoria do Pássaro na Mão

Dividendo, segundo Ross (2010), é a distribuição do lucro em dinheiro. Para Iudícibus *et al.*(2010), o dividendo é também um retorno mais imediato do capital investido pelo acionista, podendo ser classificado em três categorias, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 - Classificação dos dividendos

Quanto à ordem	Quanto à apropriação dos lucros	Quanto ao recebimento
- Prioritários	- Mínimos	- Cumulativos
- Não prioritários	- Fixos	-Não cumulativos
	- Obrigatórios	

Fonte: Adaptado de IUDÍCIBUS *et al.*(2010).

No Brasil, o direito dos dividendos prioritários é usufruído pelos acionistas preferencialistas, em detrimento dos ordinaristas. No caso de não haver lucro suficiente para distribuição a todos os acionistas, aqueles com prioridade são beneficiados. Contudo, quando da distribuição de lucros remanescente, após já assegurados os dividendos mínimos, os preferencialistas participam em igualdade com os ordinaristas (BRASIL, 1976).

Quanto à apropriação dos lucros, os dividendos mínimos se confundem com a figura dos dividendos obrigatórios, quando os estatutos sociais das empresas são omissos em relação ao dividendo. Os dividendos fixos têm o seu valor fixado, impossibilitando aos seus beneficiários a participação em lucro remanescente, excedente, salvo disposição estatutária em contrário. São geralmente atribuídos aos acionistas preferencialistas. Os dividendos obrigatórios foram instituídos pela Lei nº 6.404/1976 para proteger os acionistas de empresas com estatutos

negligentes no que diz respeito aos dividendos, garantindo-lhes um dividendo mínimo. Seu montante deve corresponder à metade do lucro líquido ajustado aos critérios legais, podendo ser limitados ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar. Os dividendos obrigatórios são de interesse precípua dos acionistas ordinários. A empresa tem liberdade para determinar em seu estatuto social quanto pode distribuir aos seus acionistas. Apenas para os casos em que o estatuto for omissivo, a Lei nº 6.404/1976 estabelece o mínimo de 25% do lucro líquido ajustado.

Quanto ao recebimento, os detentores do direito aos dividendos cumulativos, quando não for possível distribuir dividendos no exercício atual, receberão no exercício em que houver lucro suficiente para sua distribuição. Dividendos não cumulativos não admitem que, em caso de lucro insuficiente, o acionista receba em período posterior.

Após esta breve explanação sobre os dividendos, passa-se à discussão sobre os juros sobre capital próprio (JSCP), figura criada pela Lei nº 9.249/1995 como objetivo de minimizar a carga tributária do contribuinte em decorrência da extinção da correção monetária das demonstrações financeiras. O JSCP traz privilégios tributários como a redução do lucro real tributável e, conseqüentemente, a economia no imposto de renda. Porém, o montante pago fica limitado a 50% do lucro líquido antes do imposto de renda, excluindo-se o valor do próprio JSCP, ou a 50% dos lucros acumulados de exercícios anteriores, o que for maior (ASSAF NETO, 2008).

Quando se trata de política de distribuição de dividendos no Brasil, o JSCP deve ser levado em conta, já que o valor pago aos acionistas pode ser deduzido do valor distribuído a título de dividendos (BRASIL, 1995).

Uma política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas, apesar de Assaf Neto

(2008) frisar que, por princípio, as sociedades por ações devem distribuir todo o lucro.

A retenção e a distribuição de lucros estão associadas às ideias de reter capital para crescimento e de devolução de recursos aos acionistas, respectivamente, impactando diretamente nas decisões estratégicas de financiamento da empresa.

Cada empresa está imersa em uma realidade particular que a diferencia das demais empresas. Logo, as empresas têm necessidades diferenciadas. A política de dividendos também segue esse raciocínio. Uma política de dividendos elevados pode enquadrar-se, por exemplo, em empresas mais maduras no mercado, o que dificilmente será verdadeiro em empresas iniciantes (DAMODARAN, 2002).

Algumas teorias procuram justificar a melhor política de dividendos para cada tipo de empresa e/ou situação. Dentre elas, destacam-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta em 1961 por Miller e Modigliani; a Teoria da Preferência Tributária, atribuída ao histórico estadunidense (DAMODARAN, 2002); e a Teoria do Pássaro na Mão, defendida por Lintner (1962) e Gordon (1963).

Na Teoria da Irrelevância dos Dividendos, Miller e Modigliani (1961) afirmam que, em hipótese de mercados perfeitos, os dividendos são irrelevantes, por não serem capazes de alterar o valor de mercado da empresa. A perda na distribuição de dividendos pode ser compensada com a entrada de novos acionistas, havendo, então, uma transferência de valor, e não a criação de valor, que é o que efetivamente importa para o investidor (BREALEY;MYERS;ALLEN, 2008).

A Teoria da Preferência Tributária baseia-se no fato de que os dividendos são sujeitos a uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital, cenário histórico nos EUA (DAMODARAN, 2002). Buscando uma proteção contra os impactos tributários, é preferível que se retenham os lucros a distribuí-los, já que os ganhos de capital só são tributados no momento da venda do título. No caso brasileiro, a não tributação dos dividendos (BRASIL, 1995) pode estimular as empresas a adotar a política de dividendos elevados.

A Teoria do Pássaro na Mão preconiza que é mais interessante para os acionistas receber dividendos do que esperar pelos possíveis ganhos de capital. Nascimento, Galdi e Nossa (2011, p. 107) comentam que “essa teoria afirma que vale mais um dividendo certo (sem risco) do que um ganho de capital incerto (alto risco)”. Nessa perspectiva, uma política de dividendos elevados contribui, conforme Ross (2010), para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e a eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes.

O presente artigo elege a Teoria do Pássaro na Mão como sua norteadora, visto que no cenário brasileiro há uma propensão à distribuição de dividendos elevados. Mesmo a Teoria da Preferência Tributária, que prega a nulidade de dividendos, devido à sua não tributação, não se aplica no contexto brasileiro.

De acordo com Damodaran (2002) e Ross (2010), nenhuma política de dividendos – baixos, altos ou nulos – é certa ou errada; apenas deve estar concatenada com a realidade da empresa que a implementa. Dividendos elevados, baixos ou até mesmo nulos são decisões que sofrem influência do desejo do investidor. Essa influência é chamada de efeito clientela. É a tendência dos investidores para aplicar seus recursos em negócios que tenham a política de dividendos conectada com a sua necessidade (DAMODARAN, 2002; ROSS, 2010). Como visto no Quadro 2, cada tipo de política de dividendos atrai uma clientela específica.

Quadro 2 – Relação entre política de dividendos e clientela

Política de dividendos	Clientela
- Dividendos nulos a baixos	- Pessoas físicas em faixa de imposto elevado
- Dividendos baixos a médios	- Pessoas físicas em faixa de imposto baixo
- Dividendos médios	- Instituições isentas de imposto
- Dividendos elevados	- Pessoas jurídicas

Fonte: Adaptado de ROSS (2010).

No que tange ao efeito clientela, Han, Lee e Suk (1999) encontraram evidências de clientela quando estudaram a relação entre propriedade e concentração de capital e distribuição de dividendos. Grinstein e Michaely (2005) também estudaram o efeito clientela e concluíram que as instituições evitam empresas que não distribuem dividendos.

A política de dividendos tem sido foco de várias pesquisas acadêmicas. Alguns estudos, nacionais e estrangeiros, têm sido desenvolvidos com o intuito de aprofundar as discussões sobre dividendos e política de dividendos. No Brasil, a pesquisa de Leal e Saito (2003, p. 2) apresentou uma revisão da literatura nacional em finanças, constatando que “o valor da empresa está positivamente associado ao pagamento de dividendos e à recompra de ações, mas a influência da tributação sobre a política de dividendos não foi evidenciada”.

Ao investigar a relevância da política de financiamento pela ótica da política de dividendos, Loss e Sarlo Neto (2003) focaram em três hipóteses – hipótese da sinalização, hipótese do agenciamento e hipótese da preferência tributária e efeito clientela –, constatando que nas três abordagens, ainda não havia evidências empíricas conclusivas, especialmente porque características próprias dos diferentes mercados podem conduzir a administração a estabelecer políticas diferenciadas. Esse resultado corrobora a ideia de que não há uma única política de dividendos correta, devendo-se buscar aquela que melhor se adapte à realidade da empresa, em conformidade com Damodaran (2002) e Ross (2010).

Internacionalmente, foram estudadas as políticas de dividendos e as características condicionantes das empresas para cada política em diversos países, como visto no estudo de Denis e Osobov (2008), reforçando a ideia lançada por Damodaran (2002) entre política de dividendos e estágio de maturação da empresa. Em seus estudos, La Porta *et al.* (2000a, 2000b) constataram que em países com legislação mais protecionista em relação ao acionista minoritário, como é o caso do Brasil, as empresas pagam dividendos mais altos.

2.2 Teoria da Sinalização

Guardando-se consonância com Akerlof (1970) e Spence (1973), esta pesquisa considera a sinalização um elemento de redução de assimetria informacional e, conseqüentemente, de diferenciação em mercados com fluxos imperfeitos de informação.

Na visão de alguns pesquisadores, ao anunciar mudanças em suas políticas de dividendos, as empresas estão transmitindo informação ao mercado. Nessa perspectiva, conforme Gonzaléz (1998), diversas investigações procuram verificar qual o real significado das mensagens, ou seja, analisar se as mensagens são previamente manipuladas, de maneira a transmitir algo que não é efetivamente praticado.

De acordo com Spence (1973), os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, sendo capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Essa teoria definiria que os sinais funcionam como mecanismos de discriminação, num contexto de informação assimétrica, sendo capazes de mudar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Assim, as empresas podem fornecer a informação necessária aos interessados, a fim de melhorar a decisão do investidor.

De acordo com Gonzaléz (1998), a Teoria da Sinalização é importante para equacionar a interpretação dessas mensagens, pois estabelece algumas percepções que possibilitam aos investidores a compreensão do significado das mudanças nas políticas de dividendos.

A Teoria da Sinalização se resume basicamente a dois princípios: o dos sinais positivos ou confiáveis e o dos sinais negativos ou não confiáveis, que uma mudança na política de dividendos pode sinalizar ao mercado, conforme brevemente descrito a seguir:

i) Dividendos de sinal positivo ou confiável: Weston e Copeland (1992) consideram que um sinal útil e confiável é aquele que cumpre as seguintes condições: a) a gerência deve receber um estímulo para enviar sinais verdadeiros; b) os sinais de firmas com sucesso não podem ser facilmente imitados por concorrentes sem sucesso, pois isso levaria a

reavaliar os fluxos de caixa, valor da firma e do preço da ação; c) os sinais devem ser correlacionados com eventos como: os dividendos altos de hoje devem ser correlacionados com os grandes fluxos de caixa futuro; e d) a gerência deve escolher o método mais econômico e efetivo para enviar sinais ao mercado.

ii) Dividendos de sinal negativo ou não confiável: Gonzaléz (1998) considera as seguintes condições: a) a diminuição no valor dos dividendos opera como um sinal negativo, pois, geralmente, essa situação termina afetando o preço da ação, induzindo uma queda; e b) uma empresa que nunca tenha pagado dividendos, mas que tenha registrado crescimentos extraordinários e altos retornos em seus projetos: ao começar a receber dividendos, seus acionistas podem interpretá-los como um sinal de que os projetos da firma não são tão lucrativos como no passado.

Para a Teoria da Sinalização, o valor dos dividendos é estratégico, a partir do momento em que for possível incrementá-los como uma maneira de transmitir sinais positivos para o mercado financeiro. Para Damodaran (2002), essa seria uma forma eficiente para transmitir ao mercado informações de empresas de pequeno porte, que têm poucas formas de transmitir informações; entretanto, nas empresas de grande porte, que têm muitas alternativas, uma mudança na política de dividendos poderia não ser a forma mais econômica ou mais efetiva de fazê-lo. Contudo, a informação poderia ser mais efetiva, sendo sua transmissão ao mercado mais econômica, por exemplo, se fosse feita por meio de um relatório que apresentasse uma análise da companhia.

A teoria pode ser usada pelas empresas para sinalizar a atração de novos investidores e captar recursos. Por meio de seus mecanismos e práticas, elas podem oferecer retornos, ressaltar boas oportunidades de investimento, além de comunicar e assegurar, aos interessados, sua qualidade, credibilidade informacional e minimizar as falhas de agência. De acordo com Santos (2008), a distribuição da política de dividendos reage de tal forma que, quando aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, pois cresce a confiança na empresa; por outro lado, uma diminuição é recebida como uma má notícia acerca das expectativas futuras.

Todavia, a percepção de que as mudanças nas políticas de dividendos transmitem informações ao mercado é ponto de várias discussões, pois, segundo Weston e Copeland (1992), o acréscimo nos dividendos pode ser interpretado pelo investidor como uma boa notícia, visto que aumentos nos dividendos indicam que a firma gerará suficiente fluxo de caixa para suportar o alto nível dos dividendos declarados. Miller e Modigliani (1961) sugerem que os dividendos poderiam transmitir ao mercado informações relacionadas com os fluxos de caixa futuros. Por meio do Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), Miller e Rock (1985) provaram que as decisões sobre dividendos poderiam revelar ao mercado informações relacionadas aos lucros atuais.

Autores como Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985), em seus estudos sobre as mudanças de dividendos, adotaram como base a Teoria da Informação Assimétrica, que dá origem ao problema da seleção adversa, e assim consideram o pagamento de dividendos um sinal que informa sua qualidade.

A Teoria da Sinalização não possui apenas aspectos positivos, pois as mudanças nos dividendos não são simplesmente ações que acontecem, já que contêm informações para o mercado. Benartzi, Michaely e Thaler (1997) advertem que nessas mudanças há, de forma explícita, sinais em torno dos lucros, que são propositadamente enviados pela gerência, podendo gerar problemas de agência, como, por exemplo, incorrer em algum custo para a firma e para os acionistas.

3 METODOLOGIA

Considerando-se que o objetivo geral da presente pesquisa consiste em caracterizar as empresas integrantes do IDIV, averiguando os possíveis fatores condicionantes das políticas de dividendos adotadas por essas empresas, o estudo descritivo apresenta abordagem qualitativa. Para tanto, emprega procedimentos qualitativos na coleta das informações, como a Análise de Conteúdo nos For-

mulários de Referência e nas atas das Assembleias Gerais Ordinárias (AGOs) das empresas e instrumentos estatísticos de Análise de Componentes Principais no tratamento dos dados, configurando-se, dessa forma, a interligação de instâncias entre os métodos na coleta de dados e na análise da informação (RICHARDSON, 2008).

Quanto às estratégias adotadas para o desenvolvimento do estudo, utilizou-se a pesquisa documental como fonte de pesquisa, representando estratégia característica de estudos que utilizam documentos como fontes de dados para análise, como os Formulários de Referência e as atas das AGOs do exercício de 2010 publicados pelas companhias brasileiras objeto de estudo, disponíveis no *website* da BM&FBovespa (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

A população da pesquisa reuniu as 35 empresas organizadas sob a forma de sociedades por ações, com títulos negociados na BM&FBovespa, integrantes da carteira do IDIV do dia 17/10/2011. Criado em 2010 pela BM&FBovespa, o IDIV tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio (BM&FBOVESPA, 2011).

Para a análise dos dados, fez-se uso do método quantitativo denominado Análise de Componentes Principais (ACP), que evidencia os componentes que melhor resumem as informações originais (MAROCO, 2003). Segundo Maroco (2003, p. 231), a ACP “é uma técnica de análise exploratória multivariada que transforma um conjunto de variáveis correlacionadas num conjunto menor de variáveis independentes, combinações lineares das variáveis originais, designadas por componentes principais”.

Em síntese, por meio de uma análise quantitativa, procurou-se descobrir quais das oito variáveis estudadas – selecionadas segundo a revisão da literatura sobre a temática –, no caso, Concentração do controle acionário, Fluxo de caixa, Tamanho da empresa, Setor de atuação, Segmento de listagem, Capital institucional, Lucro distribuído e Cresci-

mento—são mais importantes e podem ser consideradas possíveis condicionantes para a política de dividendos elevados das empresas objeto de estudo (Quadro 3).

Quadro3– Fundamentação da escolha das variáveis da pesquisa

Variável	Proxy	Fundamentação	Fonte de dados
Concentração do controle acionário	Percentual das ações com direito a voto possuído pelo primeiro maior acionista	Dalmácio e Corrar (2007) Mota (2007) Hahnet <i>al.</i> (2008)	Formulário de Referência, itens 15.1 e 15.2
Fluxo de caixa	ROA = Lucro Líquido/Ativo Total	Santana (2005) e Mota (2007)	Economática®
Tamanho da empresa	<i>Log</i> do Ativo Total	Mota (2007)	Economática®
Setor de atuação	Critérios de classificação setorial segundo a BM&FBovespa	Santana (2005)	BM&FBovespa
Segmento de listagem	Critérios de segmentação segundo a BM&FBovespa	Srouer (2005) e Mota (2007)	BM&FBovespa
Capital institucional	Percentual das ações com direito a voto possuído pelos acionistas pessoas jurídicas	Ross (2010)	Formulário de Referência, itens 15.1 e 15.2
Lucro distribuído	<i>Log</i> do total distribuído aos acionistas (dividendos+JSCP+outros)	Srouer (2005)	Formulário de Referência, item 3.5
Crescimento	<i>Market book</i> = Valor de mercado/Valor patrimonial da ação	Santana (2005)	Economática®

Fonte: Elaborado pelos autores.

Por meio do uso do *software* SPSS, versão 19, foi possível trabalhar com variáveis tanto quantitativas como qualitativas no que diz respeito à Análise de Componentes Principais (ACP).

4 ANÁLISE E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 Caracterização das Empresas Participantes do IDIV

Inicialmente, foi feita uma caracterização das empresas da carteira do IDIV do dia 17/10/2011 quanto a aspectos como Segmento de listagem, Setor de atuação, Tamanho da empresa, Fluxo de caixa, Concentração do controle acionário (concentração de votos), Lucro distribuído, Capital institucional (capital votante pertencente a pessoas jurídicas) e Crescimento.

Quanto ao segmento de listagem e ao setor de atuação, foram utilizados os critérios da BM&FBovespa. Assim, identificou-se que a maioria das empresas estudadas pertence aos três Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), assim como a representação de oito setores de atuação (Figura 1).

Figura 1 – Caracterização das empresas quanto aos segmentos de listagem e aos setores



Fonte: Dados da pesquisa (2011).

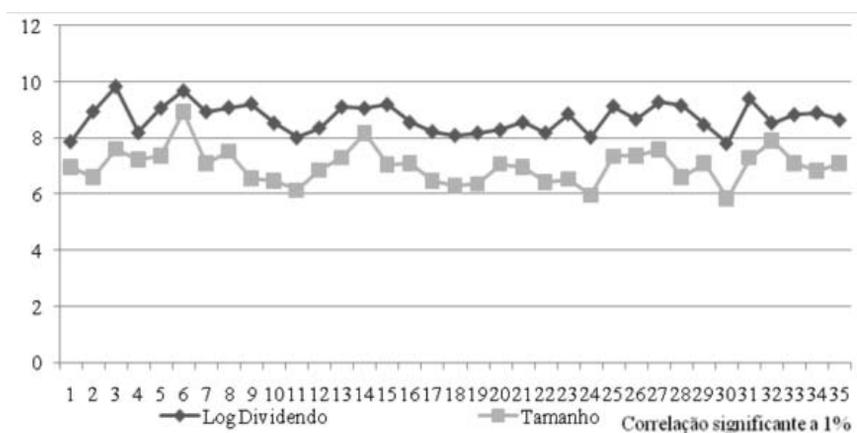
No que tange ao segmento de listagem, 18 empresas, ou seja, mais da metade da amostra, pertence ao Novo Mercado, indicando um maior cuidado das empresas componentes do IDIV com a governança corporativa. Em seu estudo, Srour (2005) indica que empresas do Novo

Mercado distribuem mais lucros sob a forma de dividendos, justificando-se, assim, a maioria das empresas, ou seja, 52%, com política de dividendos elevados pertencer ao citado segmento. Mota (2007) também conclui que as empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de lucro aos acionistas, com preferência para dividendos e JSCP.

Em relação ao setor de atuação, destacam-se as empresas de energia elétrica e água e saneamento do setor de Utilidade Pública. Esse setor foi impulsionado pelas empresas de energia elétrica, já que, de acordo com a pesquisa de Ayres (2011), das 12 empresas que mais distribuem dividendos, nove são distribuidoras de energia elétrica. Dessas 12, cinco fazem parte da população do presente estudo. O setor Financeiro e Outros também merecem destaque, visto que reúnem quase 25% das empresas. Em sua pesquisa, sobre as políticas de dividendos no setor bancário, Weber (2008) encontrou que os bancos comerciais são os que mais distribuem dividendos. Todos os bancos pertencentes ao setor financeiro da população desta pesquisa são comerciais, possivelmente influenciando a representatividade do setor.

Com base na Figura 2, pode-se notar que os dividendos seguem a mesma variação do tamanho das empresas, sendo correlacionados ao nível de significância de 1%.

Figura 2 – Relação entre dividendos e tamanho da empresa



Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Pode-se verificar que as empresas de maior porte distribuem mais lucros, como no caso 6, enquanto empresas menores, como no caso 30, distribuem menos dividendos. Mota (2007) constatou que empresas de maior porte distribuem mais dividendos, indo ao encontro dos resultados encontrados nesta pesquisa.

Para a análise da concentração do controle acionário (concentração de votos) das empresas do IDIV, adota-se a classificação de Pedersen e Thomsen (1997), utilizada no trabalho de Siqueira (1998), que segrega o controle acionário em três classes: i) disperso, quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; ii) dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e iii) majoritário, quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

Com essa classificação, as empresas do IDIV ficam assim distribuídas: 18 (ou 51%) de controle majoritário, 15 (ou 43%) de controle dominante e apenas duas de controle disperso. Essa constatação guarda coerência com os achados de Dalmácio e Corrar (2007) e Ferreira Junior *et al.* (2010), que identificaram uma correlação positiva entre o capital concentrado e o pagamento de maiores dividendos. Carvalhal da Silva (2004) constatou que empresas com grande concentração nas mãos do controlador têm alto *payout* (dividendos/lucro líquido ajustado). Porém, diferentemente do constatado nesta pesquisa, Santos (2008), a partir de uma amostra de 120 empresas, constatou que a maioria das empresas com estrutura de propriedade mais concentrada distribuiu um menor percentual dos lucros em forma de dividendos, em comparação com aquelas de estrutura menos concentrada.

Em relação ao capital institucional, verificando o efeito clientela, a pesquisa procurou identificar o percentual de participação das pessoas jurídicas no capital votante das empresas em análise. Utilizando-se uma classificação similar à concentração de capital de Pedersen e Thomsen (1997), para a concentração do capital institucional, foi possível observar que as empresas do IDIV mostram-se ainda mais concentradas, porém, agora nas mãos de acionistas institucionais, já que em 31 empresas (ou 69%) o controle majoritário é exercido por pessoas jurídicas, en-

quanto em três delas há controle dominante e apenas uma apresenta controle disperso. Esse resultado corrobora a proposta sobre a preferência da clientela de Ross (2010), que afirma serem as pessoas jurídicas as mais interessadas em dividendos elevados.

Em relação ao crescimento observado nas empresas objeto de estudo, constatou-se que a quantidade de empresas classificadas como mais prósperas (17) se equipara com a de empresas menos prósperas (18). Esse achado contraria o estudo de González (1998), segundo o qual as empresas que declaram valores elevados de dividendos obtêm maior crescimento. Portanto, os dividendos serviriam como sinais positivos do crescimento dos lucros futuros da empresa. Neste estudo, isso não chegou a ser constatado.

4.2 Política de Dividendos

Após a caracterização das empresas selecionadas para este estudo, procurou-se averiguar as respectivas políticas de dividendos em termos de segmento de listagem, setor, concentração de votos, tamanho, estrutura de capital e crescimento, além do comportamento em relação ao planejamento e execução em relação aos dividendos das empresas. Como comentado anteriormente, a política de dividendos consiste na determinação de quanto reter e quanto distribuir aos acionistas.

Dentre as diversas políticas de distribuição de dividendos implementadas pelas empresas participantes, destaca-se aquela imposta por lei, que determina a distribuição de 25% do lucro líquido ajustado (BRASIL, 1976). Das 35 empresas do IDIV analisadas, nove (ou 26%) posicionaram-se contrárias à Lei nº 6.404/76, no que tange ao dividendo mínimo obrigatório; oito (ou 23%) apresentaram percentuais de distribuição que oscila entre 30% e 50%; e uma distribuiu aos acionistas 10% do lucro líquido apurado.

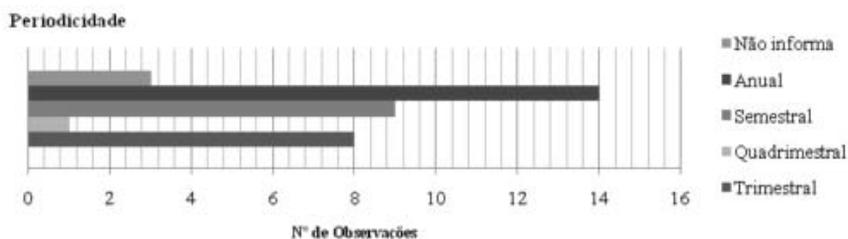
Entre as empresas estudadas, nota-se ainda um caráter legalista quanto à retenção dos lucros, na forma a saber: 12 empresas (ou 34%) limitam-se a fazer apenas as reservas obrigatórias; quatro não divulgaram suas políti-

cas de retenção; e as outras 19 empresas (ou 54%) informaram explicitamente o destino do lucro retido, mesmo nos casos de não ocorrência de retenção no exercício de 2010. Entre aquelas que fizeram uma divulgação ampla sobre retenção, mereceu destaque a reserva de lucros para expansão.

Levando-se em conta os dados de todas as empresas participantes desta pesquisa, constatou-se que em média as empresas distribuem efetivamente muito mais que os dividendos obrigatórios estabelecidos em lei e/ou estatuto social. Utilizando uma amostra de 1.228 empresas, Nossa, Nossa e Teixeira (2007) apontaram que nos anos 2000 a 2004 a distribuição de dividendos oscilou entre 70% e 73%, aproximando-se dos 71,26% encontrados nesta pesquisa, mesmo considerando apenas o exercício de 2010.

Conforme se observa na Figura 3, na maioria das empresas analisadas (14, ou 40%), os dividendos são distribuídos anualmente, podendo haver pagamentos intermediários, acompanhando a divulgação do Relatório Anual (Figura 3). No mercado acionário dos EUA, as distribuições de proventos são, na sua maioria, trimestrais, suavizando os dividendos (FIORATI, 2007).

Figura 3– Periodicidade da distribuição de lucros



Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Em linhas gerais, foi possível constatar que os dividendos e os juros sobre capital próprio (JSCP) foram as ferramentas mais utilizadas para distribuição do lucro entre as empresas estudadas. Dos R\$ 34.262.723.117,93 distribuídos pelo conjunto das empresas analisadas,

50,1% foram na forma de dividendos obrigatórios; 21,8% sob a forma de JSCP; 1,6% como dividendos prioritários; e 26,4% como outras remunerações não especificadas.

O baixo percentual de dividendos prioritários se deve ao fato de que o direito de prioridade é precípua das ações preferenciais. Como a população do estudo é na sua maioria composta por empresas listadas no segmento Novo Mercado, que só possuem ações ordinárias, esse número não foi expressivo. Outra possível justificativa é que o dividendo obrigatório superou o valor do dividendo prioritário e que este tenha “ficado por dentro” do dividendo obrigatório (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010). A modalidade de dividendo fixo não foi observada em nenhuma das empresas. Já o dividendo mínimo, como informado, pode ter compreendido o valor do dividendo obrigatório.

Cabe destacar que os resultados revelam a representatividade do percentual distribuído como JSCP, levando a entender que as empresas analisadas buscam proteção tributária, tendo em vista a dedutibilidade do JSCP na tributação (SANTOS, 2007). O pagamento de JSCP mostra-se interessante, pois, ainda que tenha apresentado prejuízo, a empresa não deixou de remunerar seus acionistas.

Para a análise do comportamento dos dividendos, observou-se ainda o que foi planejado e o que foi executado pelas empresas. Para se saber o que foi planejado, analisou-se: (i) o que foi determinado para se destinar os lucros do exercício (planejado), mediante análise de conteúdo das Assembleias Gerais Ordinárias (AGOs); e (ii) como efetivamente se executou o destino desses lucros (executado), mediante análise de conteúdo do Formulário de Referência para o exercício de 2010 das empresas. Os resultados estão dispostos na Tabela 1.

**Tabela 1 – Comportamento dos dividendos
(planejado e executado) para o exercício de 2010**

Comportamento	Lucro líquido (R\$)	Distribuição (Dividendos + JSCP) (R\$)	Relação entre lucro líquido e distribuição
Planejado	51.113 milhões	32.167 milhões	63%
Executado	48.081 milhões	34.262 milhões	71%

Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Na Tabela 1, nota-se que foi planejado, conforme atas das AGOs das empresas, distribuir R\$ 32.167 milhões entre dividendos e JSCP, porém foram distribuídos R\$ 34.262 milhões, elevando o percentual comprometido do lucro, de 63% para 71% do lucro líquido. Isso se explica em parte pelos sinais trocados em que ocorreu um lucro inferior ao planejado, provavelmente motivado pelo cenário de crise econômica, enquanto o valor distribuído foi maior que o planejado.

A partir da análise do comportamento dos dividendos (planejado e executado) no ano 2010, a Tabela 2 apresenta a participação de cada um dos oito setores que colaboraram para a elevação do percentual de distribuição do lucro líquido.

Tabela 2 – Distribuição proporcional dos lucros destinados aos dividendos, por setor

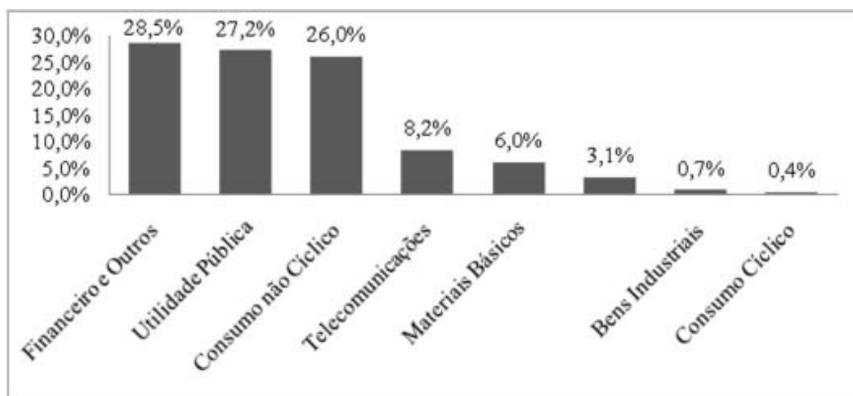
Setor	Planejado (%)	Executado (%)
Utilidade pública	61	84
Financeiro e Outros	54	52
Telecomunicações	29	74
Construção e transporte	108	108
Consumo não cíclico	90	93
Bens industriais	62	62
Materiais básicos	67	68
Consumo cíclico	39	39

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 2, verifica-se que três setores apresentaram maiores variações entre o planejado e o executado: Utilidade pública, Telecomunicações e Consumo não cíclico. O setor Financeiro e outros foi o único a distribuir proventos em valor menor que o planejado. Percebe-se que as empresas estudadas se preocupam em sinalizar para o mercado a distribuição de altos proventos, visto que todas elas apresentaram, em suas atas de AGO, dividendos maiores do que o legalmente estabelecido, sendo esse comportamento sustentado pela Teoria da Sinalização (GONZALÉZ, 1998).

Os números dos setores Financeiro e outros, Utilidade pública e Consumo não cíclico, representam 82% do valor distribuído pelas empresas participantes da pesquisa para o exercício de 2010 (Figura 4). Isso se explica pelo fato de que das 35 empresas listadas no IDIV, 25 (8, 13 e 4, respectivamente) pertencem a esses três setores, totalizando 75% do total.

Figura 4–Distribuição dos lucros por setor



Fonte: Elaborada pelos autores.

Futema, Basso e Kayo (2009) indicam uma provável explicação para o aumento da distribuição de lucros pelas empresas: a crescente

utilização dos juros sobre o capital próprio (JSCP), além do aumento das exigências dos investidores em relação à governança corporativa.

4.3 Fatores Condicionantes para uma Política de Dividendos Elevados

Para a análise dos possíveis fatores que explicam uma política de dividendos elevados das empresas em estudo, utilizou-se a técnica estatística denominada Análise de Componentes Principais (ACP), que resume a informação das variáveis correlacionadas em uma ou mais combinações que representam a maior parte das informações das variáveis originais.

Com base nos argumentos encontrados na literatura, foram incluídas na pesquisa as seguintes variáveis: Setor de atuação, Segmento de listagem, Concentração do controle acionário, Tamanho da empresa, Fluxo de caixa, Capital institucional, Lucro distribuído e Crescimento.

Em um primeiro momento, utilizando o número máximo de dimensões possíveis (oito), foi possível reter quatro componentes que se adequaram ao seguinte critério: componentes com valor próprio superior a 1,0 (MAROCO, 2003). Dessa forma, após a seleção, o número de componentes foi fixado em quatro, constatando-se um poder explicativo de 90,204% da variância total (Tabela 3).

Tabela 3 – Resumo do modelo

Componente	Alpha de <i>Cronbach</i>	Variância explicada	
		Valor próprio	% da variância
1	,644	2,291	28,633
2	,580	2,030	25,373
3	,467	1,690	21,124
4	,195	1,206	15,073
Total	,984	7,216	90,204

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3, verifica-se que o Alpha de *Cronbach*, necessário para verificar a confiabilidade da análise, apresentou um valor próximo a 1 (0,984), indicando a confiabilidade geral da análise em questão.

Maroco (2003) estabelece ainda que se aceitam como condicionantes somente as variáveis que apresentam *componentloadings* pelo menos superiores a 0,5 em valor absoluto. A Tabela 4 apresenta, a partir desse critério, as variáveis condicionantes para cada componente principal.

Tabela 4 – Variáveis condicionantes por componente principal

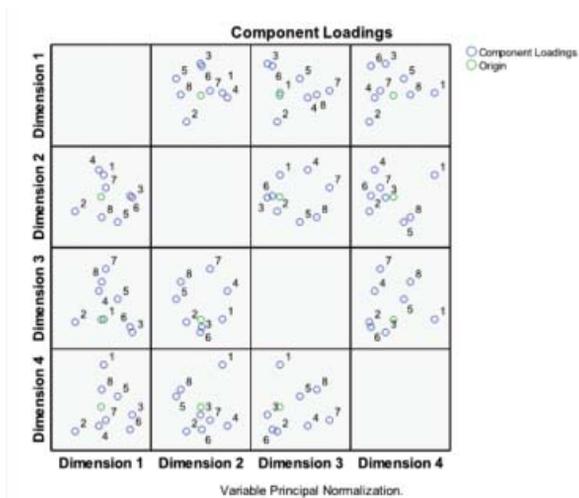
ComponentLoadings	Dimensão			
	1	2	3	4
1- Concentração de ações	,894	-,015	-,221	-,141
2- Fluxo de caixa	,474	-,707	,361	,187
3- Tamanho da empresa	-,063	,761	,503	-,335
4- Setor de atuação	,072	,618	,007	,739
5- Segmento de listagem	-,743	-,410	-,043	-,429
6- Capital institucional	,829	,028	-,130	-,400
7- Lucro distribuído	,134	,261	,893	-,234
8- Crescimento	,021	-,575	,664	,304

Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Dentre os resultados apresentados na Tabela 4, destaca-se que a ideia do fluxo de caixa contribuindo com uma política de dividendos elevados, alinhada com a pesquisa de Nossa, Nossa e Teixeira (2007), segundo a qual dividendos são positivamente relacionados ao retorno sobre o ativo.

A Figura 5, extraída da Análise de Componentes Principais, com o uso do *software* SPSS, versão 19, ilustra o mapa fatorial dos fatores condicionantes por componente principal.

Figura 5 –Mapa fatorial dos fatores condicionantes por componente principal



Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Com base nas informações da Tabela 4 e da Figura 5, é possível verificar que as oito variáveis ou fatores condicionantes são determinantes de quatro componentes principais. Diante disso, pode-se inferir, a partir da sua composição, as seguintes denominações para os componentes principais que explicam as políticas de dividendos elevados das empresas objeto de estudo, conforme exibido no Quadro 4.

Quadro 4– Variáveis condicionantes por componente principal

Variáveis condicionantes por componente principal			
1 – Concentração	2 – Rentabilidade	3 – Prosperidade	4 – Setor
Variáveis: - Concentração do controle acionário - Segmento de listagem - Capital institucional	Variáveis: - Fluxo de caixa - Tamanho da empresa	Variáveis: - Lucro distribuído - Crescimento	Variável: - Setor de atuação

Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Com base na análise dos dados apresentados no Quadro 5, é possível confirmar o impacto positivo de todas as variáveis propostas, com exceção da variável crescimento.

Quadro 5 – Impactos das variáveis condicionantes testadas

Variável	<i>Proxy</i>	Impacto nos dividendos	Fundamentação	Impacto observado
Concentração do controle acionário	Percentual das ações com direito a voto possuído pelo primeiro maior acionista	+	Dalmácio e Corrar (2007) Mota (2007) Hahn <i>et al.</i> (2008)	+
Fluxo de caixa	ROA = Lucro Líquido/Ativo Total	+	Santana (2005) Mota (2007)	+
Tamanho da empresa	<i>Log</i> do Ativo Total	+	Mota (2007)	+
Setor de atuação	CrITÉrios de classificação setorial segundo a BM&FBovespa	+	Santana (2005)	+
Segmento de listagem	CrITÉrios de segmentação segundo a BM&FBovespa	+	Srou (2005) Mota (2007)	+
Capital institucional	Percentual das ações com direito a voto possuído pelos acionistas pessoas jurídicas	+	Ross (2010)	+
Lucro distribuído	<i>Log</i> do total distribuído aos acionistas (dividendos + JSCP + outros)	+	Srou (2005)	+
Crescimento	<i>Market book</i> = Valor de mercado/Valor patrimonial da ação	+	Santana (2005)	-

Fonte: Dados da pesquisa (2011).

Pode-se inferir que variáveis como Concentração, Rentabilidade, Prosperidade e Setor explicam uma política de dividendos elevados. Cabe destacar que esses resultados não excluem a possibilidade de outras variáveis não inclusas condicionarem as empresas a praticar uma política

de dividendos elevados, pois há outros possíveis fatores externos condicionantes, como: (a) o ambiente, influenciando o contexto institucional do país, a partir dos isomorfismos de DiMaggio e Powell (1983); e (b) os *stakeholders*, segundo Holder, Langrehr e Hexter (2002).

Com base na análise realizada, cabe afirmar ainda que, de acordo com a Teoria da Sinalização, as empresas estudadas transmitem sinais positivos ao mercado por meio do pagamento de dividendos elevados.

5 CONCLUSÃO

O presente artigo objetivou caracterizar as empresas integrantes do IDIV, averiguando os possíveis fatores condicionantes das políticas de dividendos dessas empresas. Nesse sentido, em relação à caracterização das empresas, foi possível verificar que: (i) a maioria pertence ao Novo Mercado e atua nos setores Utilidade pública e Financeiro e outros; (ii) apresentam alto grau de concentração, com ênfase para o capital possuído pelos investidores institucionais, corroborando a ideia do efeito clientela; (iii) com relação ao Crescimento, que na literatura mostra-se como um bom sinalizador de informações, neste estudo não foi possível encontrar tal resultado.

Com base na análise sobre as políticas de dividendos das empresas, como forma de identificar algum fato que as diferenciasse, constatou-se que a política de dividendos determinada por lei é a mais observada pelas companhias. Verificou-se também que esses proventos são distribuídos aos acionistas predominantemente sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP). Observou-se que, no que tange aos dividendos, o comportamento entre o que foi planejado e o efetivamente executado apresentou variações positivas, e que todas as empresas planejaram dividendos maiores que o legalmente exigido, enviando sinais positivos ou confiáveis (WESTON; COPELAND, 1992) ao mercado, por meio do pagamento de dividendos elevados.

Em relação aos possíveis fatores condicionantes, destaca-se que foi possível identificar quatro componentes principais que explicam uma política de dividendos elevados. Os quatro componentes foram assim

denominados: 1 – Concentração (Segmento de listagem, Concentração de ações e Capital institucional); 2 – Rentabilidade (Tamanho e Fluxo de caixa); 3 – Prosperidade (Lucro distribuído e Crescimento); e 4 – Setor (Setor de atuação). Além disso, verificou-se que, dentre as variáveis estudadas, apenas o Crescimento apresentou repercussão diferente daquela proposta pela literatura, demonstrando impacto negativo em relação à política de dividendos elevados.

Algumas limitações deste estudo devem ser consideradas. Uma delas diz respeito à verificação de apenas um exercício (2010), além da reduzida população (35 empresas integrantes do IDIV). Nesse sentido, sugere-se um estudo longitudinal, utilizando um número maior de anos, a fim de se verificar o comportamento dessas empresas durante período mais longo. Outra possibilidade de pesquisa refere-se à análise comparativa com mercados estrangeiros. A Teoria da Sinalização sugere que os dividendos podem transmitir ao mercado informações relacionadas com os fluxos de caixa futuros. Logo, outra possibilidade de pesquisa futura consiste em verificar se essa afirmativa é cabível em diversos cenários.

Referências

- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ASSAF NETO, A. *Financas corporativas e valor*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- AYRES, M. D. As 12 empresas que mais pagaram dividendos nos últimos anos. *EXAME.com*. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/noticia/as-12-empresas-que-mais-distribuiram-dividendos-nos-ultimos-anos/imprimir>>. Acesso em: 24 out. 2011.
- BENARTZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1007-1034, July 1997.
- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.

BM&FBOVESPA. *Índice de dividendos – IDIV*. BM&FBOVESPA, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IDIV&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 17 out. 2011.

BRASIL. Presidência da República. *Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Planalto, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 24 out. 2011.

_____. *Lei n° 9.249, de 26 de dezembro de 1995*. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Planalto, 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 24 out. 2011.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. *Princípios de finanças corporativas*. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações – RCO*, v. 1, n. 1, p. 10-23, set./dez. 2007.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, v. 89, n. 1, p. 62-82, July 2008.

DIMAGGIO, P.; POWELL, W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, v. 48, p. 147-160, 1983.

FERREIRA JÚNIOR, W. O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa*, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

FIORATI, A. R. D. S. *Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004*. 2007. 118 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan./abr. 2009.

GONZÁLEZ, P. G. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos – FIECAFI*, v. 10, n. 19, p. 70-81, set./dez. 1998.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.

GRINSTEIN, Y.; MICHAELY, R. Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, June 2005.

HAHN, A. V. *et al.* Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. *Anais...*São Paulo: FEA/USP, 2008.

HAN, K. C.; LEE, S. H.; SUK, D. Y. Institutional shareholders and dividends. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, v. 12, n. 1, p. 53-62, 1999.

HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W.; HEXTER, J. L. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*, 1998.

INFOMONEY. Ibovespa, CDI ou IDIV: qual o melhor benchmark para uma carteira de dividendos? *Economia Uol*, 2011. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/infomoney/2011/10/04/ibovespa-cdi-ou-idiv-qual-o-melhor-benchmark-para-uma-carreira-de-dividendos.jhtm>>. Acesso em: 17 out. 2011.

IUDÍCIBUS, S. *et al.* *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas, 2010.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1053-1070, 1985.

LA PORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb. 2000a.

_____. *et al.* Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000b.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *Revista de Administração de Empresas – RAE -eletrônica*, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul./dez. 2003.

- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, v. 44, n. 3, p. 243-269, Aug. 1962.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, n. edição comemorativa, p. 39-53, out. 2003.
- MAROCCO, J. *Análise estatística – com utilização do SPSS*. 2. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2003.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, Sept. 1985.
- MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. *Pensamento & Realidade*, v. 24, n. 2, p. 125-148, 2009.
- MOTA, D. C. *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. 2007. 71f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.
- NACEUR, S.; GOAIED, M.; BELANES, A. On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, v. 6, n. 1-2, p. 1-23, 2006.
- NASCIMENTO, S. F.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, v. 12, n. 5, p. 98-121, set./out. 2011.
- NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo, *Anais...* São Paulo: USP, 2007.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, v. 28, n. 4, p. 759-778, Fourth Quarter, 1997.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

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

SANTANA, L. *Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa*. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, Vitória, 2005.

SANTOS, A. D. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil?. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, p. 33-44, jun. 2007.

SANTOS, R. F. C. D. *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos*. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

SIQUEIRA, T. V. D. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista do BNDES*, v. 12, p. 1-24, dez. 1998.

SPENCE, M. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3, p. 355-374, Aug. 1973.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia – RBE*, v. 59, n. 4, p. 635-674, out./dez. 2005.

WEBER, R. D. A. *Política de dividendos no setor bancário brasileiro*. 2008. 103 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

WESTON, J. F.; COPELAND, T. E. *Managerial finance*. 9nd ed. [S.l.]: Dryden Press, 1992.