

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Timóteo Zagonel

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, TRIBUTAÇÃO E GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO BRASIL**

Porto Alegre

2013

Timóteo Zagonel

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, TRIBUTAÇÃO E GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO BRASIL**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Administração
da Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
como requisito parcial para a obtenção do título
de Mestre em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

Porto Alegre

2013

CIP - Catalogação na Publicação

Zagonel, Timóteo
Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil / Timóteo Zagonel. -- 2013.
83 f.

Orientador: Paulo Renato Soares Terra.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS, 2013.

1. Dividendos. 2. Juros sobre capital próprio. 3. Tributação. 4. Política de dividendos. 5. Governança corporativa. I. Terra, Paulo Renato Soares, orient. II. Título.

Timóteo Zagonel

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, TRIBUTAÇÃO E GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO BRASIL**

**Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Administração
da Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
como requisito parcial para a obtenção do título
de Mestre em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner
PPGE, UFRGS

Prof. Dr. Guilherme Kirch
PPGA, UFRGS

Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer
EAESP, FGV

Prof. Dr. Tiago Pascoal Filomena
PPGA, UFRGS

Porto Alegre, Maio de 2013.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pela criação que tive, pelo apoio e pelos conselhos durante toda essa caminhada. Não teria sido possível sem a ajuda de vocês. Aos familiares e amigos que me apoiaram, tornando essa jornada mais agradável nos momentos difíceis. Aos meus tios Almiro e Lígia Kublik, que contribuíram imensamente para que eu pudesse concluir esse trabalho.

Ao amigo, orientador e professor Dr. Paulo Renato Soares Terra, por todo aprendizado, experiências compartilhadas, paciência e disponibilidade em tantas reuniões definitivas para o rumo desse trabalho. Não fosse por suas contribuições e apoio nada disso teria sido possível.

Ao professor e amigo Dr. Guilherme Kirch, que me apoiou e contribuiu de maneira fundamental para o desenvolvimento e conclusão desse trabalho.

Aos colegas do PPGA, que acabaram tornando-se meus amigos ao longo do curso. A ajuda e o companheirismo de todos vocês tornou esse sonho possível. Aos integrantes da secretaria do PPGA, que sempre estiveram dispostos a ajudar nos momentos necessários.

Aos professores do PPGA e do PPGE, por tantas experiências compartilhadas e por todo o conhecimento adquirido durante as aulas. Aos professores Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner, Dr. Tiago Pascoal Filomena, Dr. Guilherme Kirch e Dr. Rafael Felipe Schiozer pela participação em banca e pelas importantes contribuições ao trabalho.

Ao meu Senhor e Salvador, presente em todos os momentos da minha vida, desde o dia em que a entreguei a Ele.

À minha família.

RESUMO

Esta pesquisa busca analisar a influência da tributação e da governança corporativa sobre as políticas de dividendos das companhias de capital aberto brasileiras no período de 1986 a 2011, através de estimações Probit e Tobit com dados em painel. Particularmente no Brasil houve diversas mudanças na legislação tributária dentro do período analisado, sendo assim uma boa oportunidade para esse estudo. Os resultados empíricos sugerem que: a) quando houve aumento no Lucro Por Ação, o percentual do lucro distribuído em forma de proventos foi maior nos períodos em que não houve incidência de tributação e menor quando houve incidência de tributação; b) companhias estatais distribuíram menos dividendos do que companhias privadas; c) companhias que distribuíram dividendos também distribuíram Juros Sobre Capital Próprio; d) companhias que possuem governança corporativa tendem a distribuir mais dividendos.

Palavras chave: Dividendos; Juros Sobre Capital Próprio; Tributação; Política de Dividendos; Governança Corporativa.

ABSTRACT

This paper investigates the influence of taxes and corporate governance on dividend policy of Brazilian public companies in the years 1986 to 2011, using panel data Probit and Tobit estimation. There are several tax law changes particularly in Brazil within the period analyzed, creating a good opportunity to study dividend policy. Empirical results suggests that (a) when Earnings Per Share increased, the percentage of profits distributed in the form of dividends was higher in periods in which there was no incidence of taxation and lower when there was incidence of taxation; (b) state owned companies paid less dividends than private companies; (c) companies that paid dividends also paid Interest On Equity Capital; (d) companies under corporate governance best practices tend to pay more dividends.

Keywords: Dividends; Interest on Equity Capital; Taxes; Dividend Policy; Corporate Governance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Tributação máxima nos EUA sobre dividendos e ganhos de capital	21
Quadro 2: Tributação sobre os ganhos de capital no Brasil	22
Quadro 3: Tributação sobre os dividendos no Brasil.....	28
Tabela 1: Comparação entre variáveis brutas e winsorizadas.....	57
Tabela 2: Estatísticas descritivas para amostra com DPA > 0.....	57
Tabela 3: Propensão a distribuir dividendos: Probit.....	63
Tabela 4: Montante do pagamento de dividendos: Tobit	65
Tabela 5: Teste de Robustez – Variável dependente DVC	68
Tabela 6: Teste de Robustez – Variável dependente Payout.....	69
Tabela 7: Teste de Robustez – Variável dependente Yield.....	70

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1 PROBLEMA.....	11
1.2 OBJETIVOS.....	12
1.2.1 Objetivo Geral.....	12
1.2.2 Objetivos Específicos.....	13
1.2.3 Delimitação do Tema.....	13
1.2.4 Relevância do Estudo.....	13
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 TEORIAS SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	15
2.1.1 Teoria de Miller & Modigliani – M&M (1961).....	17
2.1.2 Teoria da Agência.....	17
2.1.3 Teorias baseadas na Assimetria Informacional.....	19
2.1.4 Teorias associadas a Tributos.....	20
3. LEGISLAÇÃO BRASILEIRA SOBRE DIVIDENDOS.....	24
4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE DIVIDENDOS.....	29
4.1 NO EXTERIOR.....	29
4.1.1 Dividendos e tributação.....	29
4.1.2 Política de dividendos e a Teoria da Agência.....	30
4.1.3 Política de dividendos, Teoria da Sinalização e o Efeito Clientela.....	31
4.1.4 <i>Trade-off</i> e <i>Pecking Order</i>	32
4.1.5 A influência da política de dividendos nos preços das ações.....	33
4.1.6 O enigma dos dividendos.....	34
4.2 NO BRASIL.....	35
4.2.1 Dividendos e tributação.....	35
4.2.2 Política de dividendos e a Teoria da Agência.....	37
4.2.3 Política de dividendos, Teoria da Sinalização e o Efeito Clientela.....	38
4.2.4 <i>Trade-off</i> e <i>Pecking Order</i>	39
4.2.5 A influência da política de dividendos nos preços das ações.....	40
4.2.6 Determinantes da política de dividendos.....	41
5. TEORIA SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	44
5.1 GOVERNANÇA E DIVIDENDOS.....	45
5.2 DIREITOS DAS AÇÕES E NORMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	46
6. METODOLOGIA.....	50
6.1 AMOSTRA E PERÍODO.....	50
6.2 FONTE DE DADOS.....	50
6.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	50
6.4 MODELO EMPÍRICO.....	51
6.5 TÉCNICA DE ESTIMAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS.....	52
6.5.1 Dados em Painel.....	52
6.5.2 Modelo Probit.....	54
6.5.3 Modelo Tobit.....	54
7. RESULTADOS.....	56
7.1 TRATAMENTO DOS OUTLIERS.....	56

7.2	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	58
7.3	EVOLUÇÃO DOS DIVIDENDOS (1986 a 2011)	59
7.4	ANÁLISE MULTIVARIADA	60
7.4.1	Propensão ao pagamento de dividendos.....	61
7.4.2	Montante de pagamento de dividendos	64
7.5	ROBUSTEZ DOS RESULTADOS	66
8.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
	REFERÊNCIAS	73

1. INTRODUÇÃO

Existem dois destinos possíveis ao lucro gerado por uma empresa: a distribuição aos seus investidores ou a retenção e reinvestimento na empresa, podendo haver divisão entre as duas possibilidades. Portanto, dividendos seriam os lucros distribuídos aos investidores.

Muitos estudos foram feitos a respeito dos dividendos, um deles destacou-se por afirmar que a política de dividendos é irrelevante, na ausência de imperfeições de mercado, trabalho realizado por Merton Miller e Franco Modigliani – M&M (MILLER e MODIGLIANI, 1961), que ficou conhecido como a Teoria de Miller & Modigliani.

Segundo Jensen (1986), o pagamento de dividendos seria uma maneira da companhia se desfazer do dinheiro disponível em caixa, com o objetivo de não dar margem para que os gestores atuassem em benefício próprio.

Costamarques e Conde (2000), afirmam que a Teoria da Agência analisa a delegação de poder por parte do principal (parte que contrata) ao agente (parte contratada). Neste contexto, busca-se verificar se mudanças na estrutura da legislação societária, e na governança, também teriam influência sobre a política de dividendos.

A Teoria da Preferência Tributária busca explicar o efeito da tributação diferenciada sobre a política de dividendos. Se houver tributação sobre dividendos e ganhos de capital, de forma diferenciada, os investidores escolheriam a opção que fosse menos onerosa, ou seja, com menor tributação.

Os autores Brigham e Ehrhardt (2006, p. 696) afirmam que nos EUA “os ganhos de capital são tributados a uma alíquota máxima de 20%, enquanto que os dividendos são tributados a alíquotas que chegam a 39,6%. Desse modo, os investidores podem preferir que as empresas retenham e reinvestam os lucros no negócio.” Portanto, haveria uma preferência por parte do investidor pelas políticas de dividendos que representassem menos tributação.

Outros estudos serviram de suporte para este trabalho, como a Teoria do Pássaro na Mão (GORDON, 1963; LINTNER, 1962) e a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), estas baseadas na assimetria informacional, e as que estão associadas a tributos, como a Teoria do Efeito Clientela (MILLER e MODIGLIANI, 1961) e Preferência Tributária (LITZENBERGER e RAMASWAMY, 1979). Essas teorias serão abordadas nesse estudo.

No estudo da política de dividendos, vale deixar claro que o planejamento tributário das companhias deve ser bem desenvolvido e analisado, pois as altas alíquotas cobradas no Brasil podem causar diferenças muito altas entre as opções disponíveis. Essa atenção em relação à legislação fiscal acaba influenciando profundamente a política de dividendos das companhias, que enxergam em tal situação uma oportunidade de maximizar o lucro de seus acionistas, ao diminuir o pagamento de impostos quando possível.

Nas próximas páginas deste estudo serão expostas informações em relação à legislação societária no Brasil sobre os dividendos, evidências empíricas em relação aos dividendos no Brasil e no exterior, e também teorias e evidências empíricas sobre governança corporativa e sua influência na política de dividendos.

1.1 PROBLEMA

O presente trabalho parte do estudo proposto por Pasuch (2006), em que o autor analisou a influência da tributação sobre o pagamento de dividendos das companhias brasileiras, porém sem levar em consideração os possíveis efeitos da governança corporativa sobre a política de dividendos. Esperava-se encontrar um pagamento de dividendos maior nos períodos onde a incidência da tributação fosse menor. Os resultados não foram os esperados, talvez por não levar em consideração os possíveis efeitos da governança e por utilizar um método de estimação diferente do que foi utilizado neste estudo.

Os dividendos são considerados um tema muito interessante dentro dos estudos sobre finanças corporativas, tanto no Brasil como no exterior. Algumas teorias como a de Miller e Modigliani (1961) e Gordon (1963) trazem enfoques diferentes sobre a decisão de pagar ou não dividendos e sobre as consequências desta decisão sobre os preços das ações no mercado.

Para Procianoy e Poli (1993) os estudos realizados nesta área mostram que a tributação é um fator muito importante sobre a decisão de pagar ou não dividendos, e conseqüentemente sobre a maximização da riqueza dos acionistas.

Mudanças na tributação podem levar a mudanças na forma como a gestão administra as finanças de uma companhia. Para Lintner (1956), mudanças nas políticas de dividendos somente seriam possíveis mediante uma forte razão apresentada pela gestão. Portanto, se

houver uma mudança na tributação e conseqüente mudança na política de dividendos, os impostos seriam um fator importante para a tomada de decisão sobre os dividendos.

De acordo com Litzenger e Ramaswamy (1979), menos pagamentos em dividendos seriam bem vistos pelos investidores que estão sob alta incidência de impostos e preferem obter os ganhos de capital.

Outro aspecto relevante deste estudo é a legislação societária no Brasil, que permitia uma companhia emitir até 2/3 de seu capital em ações preferenciais sem direito a voto. Logo, para ter total controle sobre a companhia o acionista controlador necessitaria apenas de 16,7% do capital da companhia.

Em outras palavras, o acionista controlador poderia tomar decisões sobre 100% dos recursos da companhia com apenas 1/6 dos direitos sobre os fluxos de caixa, incluindo decisões sobre a política de dividendos da companhia. Ou seja, se o controlador decidir por não pagar dividendos, terá o poder de decisão sobre 100% do valor retido.

A base legal para este índice de 2/3 está na Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), art. 15 § 2º, que foi alterada pela Lei 10.303/01 (BRASIL, 2001), autorizando então a emissão de no máximo 50% do capital em ações preferenciais, uma mudança importante que merece atenção.

Diante deste cenário, pretende-se responder a seguinte pergunta: As implicações da Teoria da Preferência Tributária e da Governança Corporativa exercem influência e são válidas para as políticas de dividendos das companhias de capital aberto brasileiras no período de 1986 a 2011?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar se as implicações da Teoria da Preferência Tributária e da Governança Corporativa são válidas para as políticas de dividendos das companhias de capital aberto brasileiras, no período de 1986 a 2011.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Identificar as mudanças na legislação tributária pertinente;
- b) Verificar o efeito da tributação sobre as políticas de dividendos das companhias;
- c) Verificar o efeito da Governança Corporativa sobre a política de dividendos das companhias;

1.2.3 Delimitação do Tema

Este trabalho pretende analisar o efeito da tributação brasileira e da Governança Corporativa sobre a política de dividendos das companhias de capital aberto com ações negociadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e, portanto, não explora outros aspectos relacionados à política de dividendos e nem outros mercados além da Bolsa de Valores de São Paulo.

1.2.4 Relevância do Estudo

Em uma pesquisa realizada no Brasil, Benetti, Decourt e Terra (2007) documentaram que 62,9% das empresas brasileiras pesquisadas afirmam pagar dividendos, uma parcela maior do que relataram Graham e Harvey (2001) em sua amostra de empresas norte-americanas. Logo, em um mercado com tal relevância, parece ser válido um estudo acerca da política de dividendos dessas empresas.

Martins (1999), afirma que a carga tributária brasileira é a mais alta entre os países emergentes, equivale-se à dos países desenvolvidos, como Estados Unidos da América e Japão. A carga tributária brasileira está entre as mais altas do mundo. Portanto, torna-se muito importante verificar se as empresas buscam maneiras menos onerosas de distribuir seus lucros aos investidores.

O que se busca é, através da utilização dos benefícios que a lei tributária pode oferecer, uma economia fiscal que possa ser transferida para os investidores em forma de dividendos, trazendo assim a maximização de seus retornos sobre a companhia.

Outro fator relevante é a obrigação legal existente no Brasil. A Lei 6.404/76 diz que, desde que estabelecido no estatuto, o percentual de distribuição mínimo seria de 25%. As

alterações que vieram com a Lei 10.303/01 permitiram um pagamento inferior a 25%, caso aprovado em assembleia por todos os acionistas com direito a voto. Para Martins (2010), mesmo com as opções, a maior parte das empresas listadas em bolsa opta pelo piso de 25%.

A nova lei entrou em vigor imediatamente para as novas companhias de capital aberto e para as companhias de capital fechado já existentes que fossem abrir seu capital. As companhias que já estavam com o capital aberto mediante a lei antiga, permaneceram com o índice de 2/3.

A Lei 10.303/01 trouxe importantes contribuições para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil. É importante destacar que de 2006 a 2011, 138 companhias abriram seu capital na Bovespa, sendo que destas, 103 entraram para o Novo Mercado, segmento em que, dentre outras exigências, a companhia deve emitir 100% de ações ordinárias.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Uma das decisões mais importantes e difíceis de serem tomadas por uma companhia está relacionada com sua política de dividendos. Definir a política de dividendos não é algo fácil e simples, pois envolve uma série de consequências para a companhia, inclusive a respeito de sua imagem no mercado.

A política de dividendos é o que dirige a tomada de decisão por parte da companhia em relação a distribuir seus lucros excedentes ou não. Uma política de dividendos ótima seria aquela que maximiza o valor dos acionistas da companhia.

O pagamento de dividendos é uma das formas de devolver recursos aos seus acionistas, tradicionalmente considerado a principal, mas não a única. Uma forma alternativa seria a recompra de ações, por exemplo (Damodaran, 2002).

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), dividendo é a distribuição dos lucros em dinheiro. Os autores ressaltam que, geralmente, qualquer pagamento feito pela companhia diretamente aos seus acionistas é aceito como parte da política de dividendos.

Assim, a política de dividendos contem duas possibilidades: reter os lucros ou pagar dividendos ou juros sobre o capital próprio.

Havendo outras diversas teorias sobre políticas de dividendos, este trabalho procurou abordar teorias fundamentadas nos estudos de Michaely et al (2004), que realizam seu estudo levando em consideração as seguintes teorias: Teoria de Miller & Modigliani – M&M, Teoria da Agência, Teoria do Pássaro na Mão, Teoria da Sinalização, o Efeito Clientela e a Teoria da Preferência Tributária.

2.1 TEORIAS SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A política de distribuição de resultados está ligada diretamente às decisões sobre investimentos e financiamentos. Dependendo do rumo tomado pela empresa em relação aos investimentos e financiamentos, a quantidade de proventos distribuídos pode ser maior ou menor.

Segundo Procianoy e Caselani (1995), a estrutura de capital pode ser compreendida como composição de fontes de financiamentos de longo prazo, tendo como fonte o capital de terceiros ou próprio. Assim, conclui-se que o financiamento pode ser alcançado através de recursos gerados pela própria companhia (lucros retidos), junto aos acionistas, ou através de empréstimos feitos por terceiros, porém o custo entre essas opções é diferente.

O autofinanciamento, que acontece através da retenção de lucros, não traz risco de insolvência para a companhia, nem o risco de perder o controle acionário através da emissão de novas ações com direito a voto.

No entanto, esta opção não é possível se a companhia não apresentar lucro, ou o lucro não for suficiente para suprir a necessidade dos investimentos, havendo assim a necessidade de buscar capital em fontes externas.

Procianoy e Caselani (1995) apontam alguns fatores que influenciam a definição da política de dividendos, como: nível de atividade econômica, investimentos alternativos, inflação, fontes de financiamento, situação financeira, legislação e características do setor.

Para Gitman (2002), são três políticas de dividendos comuns utilizadas pelas companhias:

- a) *Payout*¹ constante: o índice de *Payout* é a divisão dos dividendos por ação pelos lucros por ação, logo, o pagamento proporcional de dividendos seria constante. O problema é que, se houver uma diminuição nos lucros ou se houver prejuízo, os dividendos seriam extremamente baixos ou praticamente zero.
- b) Dividendos regulares: o valor pago seria fixo e em período determinado, trazendo maior certeza para os acionistas sobre os recebimentos futuros, sendo isto uma vantagem. O valor pago só seria alterado caso a companhia apresentasse mudanças comprovadas em seus resultados. Esta opção é sugerida por Gitman (2002).
- c) Dividendo regular-baixo-mais-extra: a empresa mantém um pagamento regular mais baixo, porém se os lucros obtidos forem maiores, ela paga um adicional complementando o valor do dividendo.

¹*Payout* - Relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. O índice de *payout* mede a porcentagem do lucro líquido a ser distribuído aos acionistas de uma empresa. (Fonte: DOWNES e GOODMAN, 1993).

Essa política é comum em empresas que apresentam variações cíclicas em seus lucros. Esta opção também é sugerida por Gitman (2002).

Na próxima parte deste trabalho, serão abordadas algumas teorias sobre políticas de dividendos, para melhor compreensão do tema e dos estudos analisados.

2.1.1 Teoria de Miller & Modigliani – M&M (1961)

Para Allen e Michaely (2002), a teoria sobre política de dividendos está dividida em duas partes: antes e depois de Miller e Modigliani (1961). Após Miller e Modigliani (1961) a teoria procurou restabelecer a lógica de que a política de dividendos é importante para os gestores e para o mercado.

Miller e Modigliani (1961) trouxeram uma importante contribuição para o estudo da política de dividendos, com a proposta da Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Os autores afirmam que em um mundo perfeito, sem tributação, riscos, custos de transação e sem imperfeições de mercado, também levando em consideração que os investidores são racionais, a política de dividendos não influenciaria o valor de mercado da companhia. As únicas coisas que afetariam o valor de mercado da companhia seriam sua capacidade de gerar lucros e os riscos envolvidos.

Miller e Modigliani (1961) trazem as seguintes pressuposições: o mercado é perfeito, ou seja, não há influência dos agentes sobre o valor da ação; não há impostos e corretagens; os agentes agem de maneira homogênea e racional; os investimentos são definidos previamente e a política de dividendos não influencia estas definições.

Os autores afirmam que a cotação das ações ou o custo de capital não sofrem efeitos da política de dividendos, logo, esta é irrelevante. Essa conclusão baseia-se no fato de que o investidor poderia reaplicar o dividendo recebido a mais ou vender ações caso o valor recebido fosse menor que o esperado, desfazendo assim a estratégia contida na política de dividendos da companhia.

2.1.2 Teoria da Agência

Costamarques e Conde (2000) afirmam que a Teoria da Agência analisa a delegação do poder, por parte do principal (parte que propõe o contrato) ao agente. Essa teoria aponta os

prováveis conflitos entre o agente, os gestores contratados e o principal. Segundo os autores os conflitos são inevitáveis, pois cada indivíduo maximiza sua utilidade, dados os incentivos, logo pode acontecer de o agente agir em benefício próprio ao invés de agir em benefício do principal.

O interesse primeiro do principal é maximizar sua riqueza, e proprietários e acionistas podem ter interesses divergentes. Logo, observa-se maior incidência desta teoria quando o gestor é alguém contratado pelo principal, e menor incidência quando o principal é o próprio gestor.

Os conflitos de agência acabam gerando custos, chamados por Jensen e Meckling (1976) de custos de agência, sendo estes a soma dos custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente, despesas de monitoramento dos agentes por parte do principal, gastos realizados pelo agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele e perdas residuais provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

Segundo Costamarques e Conde (2000) a Teoria do *Free Cash Flow* levanta as questões dos conflitos de agência também. Esta teoria trata do lucro excedente que ficou retido na companhia sem ter um destino pré-definido.

O acionista espera que o excedente seja repassado a ele em forma de dividendos, porém o agente o retém para investir na companhia para aumentar seus negócios e consequentemente seu poder. O agente também pode manter o excedente em caixa como prevenção no caso de necessidade de empréstimos para futuros investimentos, não tendo que buscar esse dinheiro no mercado.

De acordo com as autoras, este conflito pode ser resolvido de duas maneiras. Uma delas seria aumentar os dividendos pagos, diminuindo assim as chances do agente em tomar decisões com elevada autonomia, porém esta decisão não agradaria o agente, a não ser que ele fosse também acionista da companhia. A outra seria aumentar o endividamento, readquirindo uma parte do capital com estes empréstimos adicionais, fazendo com que os administradores pagassem os excedentes financeiros sob a forma de juros.

2.1.3 Teorias baseadas na assimetria informacional

A seguir serão apresentadas algumas teorias que estão baseadas na assimetria informacional, das quais também surgiram estudos que foram utilizados neste trabalho.

2.1.3.1 Teoria do Pássaro na Mão

Segundo Gitman (2002) esta teoria tem sido atribuída a Gordon (1963) e Lintner (1962). Seu argumento é que o custo de capital aumenta à medida que os dividendos caem porque os investidores não têm tanta certeza se receberão os ganhos de capital no futuro resultantes do reinvestimento dos lucros, como teriam recebendo os dividendos correntes.

Assim, os dividendos seriam menos arriscados do que as expectativas de crescimento, e, portanto, uma redução de dividendos aumentaria o risco para o investidor ao jogar esse fluxo para o futuro em forma de ganho de capital com a valorização da ação.

Para que os investidores aceitassem ações de uma empresa com baixa taxa de dividendos, eles exigiriam um retorno maior do que uma empresa com alta taxa de distribuição de dividendos. Em outras palavras, o pagamento de dividendos correntes alivia a incerteza dos investidores, e assim o investidor diferenciaria o fato de receber dividendos agora ou receber ganhos de capital no futuro. A teoria do pássaro na mão diz que o investidor prefere dividendos. Ele prefere ter um dividendo na mão à incerteza de um ganho de capital futuro.

2.1.3.2 Teoria da Sinalização

O trabalho de Spence (1973) foi o primeiro a analisar a ideia do uso de mecanismos de sinalização e seus efeitos nos mercados, identificando situações em que é possível obter-se um equilíbrio de mercado, havendo sinalização.

O mercado frequentemente precifica as alterações na política de dividendos de uma companhia. Segundo Loss e Sarlo Neto (2003), alterações na política de dividendos causam mudanças nos preços das ações. Quando o pagamento de dividendos aumenta, normalmente o mercado responde positivamente, pois a distribuição de dividendos traz segurança e boa expectativa em relação ao futuro da companhia.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002) a reação positiva é consequência não somente de uma preferência pelos rendimentos, mas de uma expectativa boa do futuro.

Miller e Modigliani (1961) dizem que esses efeitos não estão relacionados ao dividendo em si, e sim à informação contida neste acontecimento sobre o futuro da companhia.

Mas os dividendos também podem ser vistos como um sinal negativo pelo investidor. Segundo González (1998) há duas possibilidades para esta visão. Primeira, a diminuição do valor do dividendo gera no mercado uma expectativa negativa em relação aos lucros futuros da empresa. Segunda, quando há uma mudança na política de dividendos de uma companhia, seguida de uma desvalorização no valor da ação desta companhia, pode haver uma interpretação por parte do mercado como sendo um sinal negativo.

2.1.4 Teorias associadas a tributos

A seguir serão apresentadas algumas teorias que estão relacionadas de maneira direta aos tributos, das quais também surgiram estudos que foram utilizados neste trabalho.

2.1.4.1 Efeito Clientela

Observa-se que anúncios de mudança de política de dividendos tendem a afetar o preço das ações de uma empresa, e Miller e Modigliani (1961) sugerem que isso se deve ao efeito clientela, em que uma empresa ao adotar uma determinada política de dividendos, atrai uma clientela específica que tem preferência por essa política em particular. Quando altos impostos incidem sobre os dividendos, os investidores com maiores alíquotas de Imposto de Renda sobre dividendos teriam a tendência de não procurar por companhias que pagassem altos valores em dividendos, mas que proporcionassem maiores ganhos de capital.

Miller e Modigliani (1961) concluíram que os diferentes tipos de investidores seriam mais bem satisfeitos encontrando as companhias que coubessem em suas diferentes preferências. Quem precisasse de receita corrente investiria em ações de empresas com alta taxa de distribuição de lucros, e quem não precisasse, procuraria ações de empresas que reinvestissem a maior parte de seus lucros.

Elton e Gruber (1970) testaram o Efeito Clientela utilizando dados da Bolsa de Nova York, do período de 1º de abril de 1966 a 31 de dezembro de 1967, todos em datas ex-dividendo. O estudo demonstrou que as companhias não somente tentam atrair uma determinada clientela, mas que essa clientela seja racional e que concorde com e prefira a política de dividendos praticada pela companhia. Neste estudo o Efeito Clientela foi confirmado.

2.1.4.2 Teoria da Preferência Tributária

Nos EUA observa-se este comportamento apresentado na subseção anterior, já no Brasil ocorre o inverso, pois desde 1996 os dividendos estão isentos de impostos e os ganhos de capital passaram a ser taxados.

Brigham e Ehrhardt (2006) apontam três razões relacionadas à parte fiscal para os investidores dos EUA preferirem um baixo valor pago em dividendos a um valor mais alto: menor tributação, postergação do pagamento de tributo sobre o ganho de capital e, no caso de falecimento do proprietário da ação, não há pagamento de impostos sobre o ganho de capital.

O Quadro 1 mostra a incidência máxima dos impostos sobre dividendos e ganhos de capital nos Estados Unidos.

Quadro 1: Tributação máxima nos EUA sobre dividendos e ganhos de capital

Ano	Tributação sobre Dividendos	Tributação sobre Ganhos de Capital
01/1996 – 06/1997	39,6%	28%
07/1997 – 12/2000	39,6%	20%
01/2001 – 12/2001	39,1%	20%
01/2002 – 05/2003	38,6%	20%
05/2003 – 2011	15%	15%

Fonte: Internal Revenue Service (IRS), EUA

No Brasil o investidor que recebe dividendos não paga imposto sobre esta renda, no entanto, de 1980 a 1988 e de 1994 a 1995 os dividendos eram taxados tanto para pessoas físicas como para pessoas jurídicas. De lá pra cá, e entre os anos de 1989 e 1993, os dividendos não são tributáveis tanto para pessoas físicas como para pessoas jurídicas.

A legislação difere entre pessoa física e pessoa jurídica em relação ao ganho de capital no Brasil, sendo a pessoa jurídica tributada sobre o ganho de capital desde 1977, pelo Decreto de Lei 1.598, artigo 31 (BRASIL, 1977), e a pessoa física tributada pela Lei 7.713 de 1988, artigos 2 e 3 (BRASIL, 1988) e Lei 8.981 de 1995, artigo 21 (BRASIL, 1995b).

O Quadro 2 mostra a incidência dos impostos sobre os ganhos de capital no Brasil, indicando que, na venda de ações, não há alterações no período, ou seja, para pessoa física, de 1988 a 2011 e para pessoa jurídica, de 1977 a 2011.

Quadro 2: Tributação sobre os ganhos de capital no Brasil

Personalidade jurídica	Período	Alíquota	Base legal
Pessoa Física	1976 a 1988	Isento	Decreto de Lei 1.510/1976, artigo 4
Pessoa Física	1989 a 2011	15%	7.713 de 1988, em seus artigos 2º e 3º
Pessoa Jurídica	1977 a 2011	15%	Decreto de Lei 1.598, em seu artigo 31

Fonte: Receita Federal

A legislação brasileira também regula a tributação aos herdeiros em caso de falecimento do proprietário. Se os herdeiros escolherem a transferência pelo valor de mercado haverá incidência de imposto (Lei 9.532, de 1997, artigo 23, § 1º - BRASIL, 1997), porém se for pelo valor original da declaração do falecido, não haverá incidência de impostos (Lei 9.532, de 1997, artigo 23 – BRASIL, 1997).

Portanto, para o Brasil, a Teoria da Preferência Tributária está de acordo com o que Brigham e Ehrhardt (2006) apresentam, pois os dividendos são isentos de tributação, porém os ganhos de capital, desde 1988, sofrem incidência de tributação para pessoas físicas e desde 1977 para pessoas jurídicas.

Diferente da Teoria do Pássaro na Mão e com uma abordagem mais radical do que a Teoria da Irrelevância, esta teoria está baseada diretamente nas regras de incidência de impostos, fazendo a diferenciação entre os impostos incidentes sobre dividendos e sobre os ganhos de capital. Como o investidor busca maximizar sua riqueza, ele fugirá de rendimentos altamente tributados.

Ou seja, caso as alíquotas dos ganhos de capital passem a ser menores, os dividendos não serão mais tão procurados e haverá uma preferência pelos ganhos de capital. Mesmo com

alíquotas iguais, os ganhos de capital ainda possuem uma vantagem, que é o pagamento dos impostos somente na hora da apuração dos lucros entre compra e venda das ações.

Conforme visto nos parágrafos anteriores, esta teoria procura mostrar que os investidores e as companhias possuem opções de receber e distribuir os proventos de forma menos onerosa, e que, agindo de maneira racional, frequentemente optariam pelos meios menos tributados.

3. LEGISLAÇÃO BRASILEIRA SOBRE DIVIDENDOS

No Brasil a distribuição de dividendos era regulada pela Lei 6.404/1976, que tornou obrigatória sua distribuição. No artigo 202, em sua forma original, temos o seguinte disposto:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou, se este for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

I - quota destinada à constituição da reserva legal (artigo 193);

II - importância destinada à formação de reservas para contingências (artigo 195), e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;

III - lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva (artigo 197), e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício.

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo.

§ 3º Nas companhias fechadas a assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro.

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem a assembleia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia-geral, exposição justificativa da informação transmitida a assembleia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia (BRASIL, 1976).

O Decreto-Lei 2.627/1940 (BRASIL, 1940) que regulamentava as sociedades anônimas antes da Lei 6.404/1976, não tornava obrigatória a distribuição dos dividendos, tornando a retenção um fato comum. Para evitar que os lucros ficassem retidos na companhia, não havendo assim benefício para o acionista minoritário, o legislador buscou uma forma de

fazer com que as companhias distribuíssem seus lucros através da Lei 6.404/1976 (Santos e Schmidt, 2002).

No ano de 2001 a Lei 10.303 alterou o artigo 202 da Lei 6.404/1976, passando agora para a seguinte forma:

- Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:
- I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:
 - a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e
 - b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
 - II - o pagamento do dividendo, determinado nos termos do inciso I, poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);
 - III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.
- § 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.
- § 3º A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:
- I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;
 - II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.
- § 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos (BRASIL, 2001).

A partir desta alteração proposta pela Lei 10.303/2001, pode-se dizer que as companhias deveriam estabelecer um pagamento mínimo de dividendos igual a 25% do lucro líquido ajustado.

Segundo Procianoy (2005), o mercado entende de maneira geral que o pagamento mínimo de dividendos é de 25% do lucro líquido, porém o autor sugere que isso nem sempre é verdade. Segundo o autor, é possível que esse pagamento obrigatório seja reduzido a zero dependendo da forma societária da companhia, citando o exemplo de uma companhia *holding* pura que não possui resultados operacionais nem entradas de caixa, somente resultados extra operacionais, não tendo neste caso nenhuma obrigação em pagar dividendos.

As companhias estatais federais também possuem sua legislação a respeito do pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio. O Decreto 2.673/1998 (BRASIL, 1998), artigo 1º, explicita que estas companhias devem determinar um pagamento de no mínimo 25% do lucro líquido ajustado, em cada exercício social. Ainda no artigo 1º, como cumprimento do que foi estabelecido, poderá ser computado o valor pago ou creditado a título de juros sobre o capital próprio.

Entre 01 de janeiro de 1980 e 31 de dezembro de 1988, o desconto do Imposto de Renda na fonte para distribuição de lucros ou dividendos gerados até essa data deveria funcionar com três alíquotas diferentes para Pessoas Físicas:

- 23% quando a distribuição fosse de companhia aberta (com a exceção no caso de ela explorar atividade rural e o lucro vier dessa atividade) ou sociedade civil de profissão legalmente regulamentada (distribuições apuradas até 31 de dezembro de 1987);
- 15% quando fosse companhia rural (com exceção no caso de distribuição de lucros vindos de atividades não rurais ou de rendimentos recebidos de participações societárias em outras sociedades);
- 25% para os outros casos.

Para Pessoas Jurídicas eram duas alíquotas:

- 23%, não sendo esta alíquota aplicada nos seguintes casos: quando o beneficiário comprovasse, por escrito, que era companhia aberta ou pessoa jurídica imune ou isenta, (exceto atividades de previdência privada), ou sociedade controlada por companhia aberta ou por pessoa jurídica imune ou isenta (exceto atividades de previdência privada); ou quando a distribuidora fosse companhia que explorasse atividade rural e o lucro viesse desta atividade.
- Para os outros casos a alíquota era de 25%.

De 1 de janeiro de 1989 a 31 de dezembro de 1992, houve incidência de 8% do Imposto sobre o Lucro Líquido, na data da apuração.

Entre 1 de janeiro de 1993 a 31 de dezembro de 1993 a distribuição de lucros passou a ser isenta, tanto na distribuição quanto na declaração do Imposto de Renda do beneficiário, para pessoas físicas e jurídicas, conforme artigo 75, Lei 8.383/1991 (BRASIL, 1991),

incorporado ao artigo 722 do Regulamento do Imposto de Renda – RIR/1994 (BRASIL, 1994) e posteriormente ao artigo 659 do RIR/1999 (BRASIL, 1999a).

Para o período de 1 de janeiro de 1994 a 31 de dezembro de 1995, o valor do Imposto de Renda Retido na Fonte, sobre lucros e dividendos para pessoa jurídica nos períodos de apuração encerrados em 1994 e 1995, onde a beneficiária não pudesse compensar em virtude da inexistência, na sua escrituração contábil, de saldos de lucros sujeitos à incidência do IRRF, poderia ser compensado com o imposto retido por esta na distribuição, para seus sócios ou acionistas, de bonificação em dinheiro e outros interesses, inclusive sobre valores pagos a título de juros remuneratórios do capital próprio, de acordo com a Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal – IN/SRF nº 12/1999 (BRASIL, 1999).

Em 1996 a Lei 9.249/1995 (BRASIL, 1995) passou a vigorar trazendo mudanças tributárias importantes, sobretudo a respeito dos Juros Sobre Capital Próprio. No artigo 9, §7, a lei diz que os juros podem ser imputados ao valor dos dividendos obrigatórios.

O artigo 9 desta Lei, incorporado aos artigos 347 e 668 do RIR/1999 (BRASIL, 1999a), traz a dedutibilidade como despesa dos JSCP, calculada sobre o saldo do patrimônio líquido, limitada à existência de lucros em valor igual ou superior ao valor de duas vezes os juros pagos ou creditados, assim como o valor decorrente da aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre o valor do patrimônio líquido.

Finalmente, no artigo 10 (incorporado ao artigo 654 do RIR/1999 – BRASIL, 1999), afirma que os lucros e dividendos estão isentos de Imposto de Renda a partir de 1 de janeiro de 1996.

Conforme a IN/SRF nº11/1996 (BRASIL, 1996), artigo 30 § único, os JSCP serão lançados à conta de despesa financeira, e, sobre o valor distribuído ou capitalizado, incide a alíquota de 15% de IRRF.

O quadro 3 mostra um resumo destas alterações da legislação, levando em consideração os diferentes tipos de personalidades jurídicas (física e jurídica).

Quadro 3: Tributação sobre os dividendos no Brasil

Época da formação dos lucros	Regime fiscal aplicável							Períodos de tributação utilizados neste estudo
	Beneficiários: pessoas físicas		Beneficiários: pessoas jurídicas					
	Retenção na distribuição?	Tratamento na declaração de ajuste do beneficiário	Retenção da Distribuição?	Tratamento na beneficiária			Fundamentos legais	
				Rendimento	IRRF descontado			
					PJs tributadas pelo lucro real	Demais PJs		
Até 31.12.1988	Sim	Tributação exclusiva (não compensável)	Sim	Não tributável pelo IRPJ (Imposto de Renda de Pessoa Jurídica)	Compensação com o IRRF descontado sobre lucros ou dividendos distribuídos	-	Decretos-leis n ^{os} 1.790/1980 (arts.1 ^o e2 ^o), 2.065/1983 (art.1 ^o , I) e 2.303/1986 (art. 7 ^o , parágrafo único)	1) 1986 a 1988
De 01.01.1989 a 31.12.1992	Não	Tributação exclusiva do ILL (8%)	Não	Não tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 660	2) 1989 a 1992
De 01.01.1993 a 31.12.1993	Não	Isento	Não	Não tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 659	3) 1993
De 01.01.1994 a 31.12.1995	Sim (15%)	Inclusão dos rendimentos como tributáveis e compensação do imposto retido na fonte ou, opcionalmente, classificação dos rendimentos como sujeitos a tributação exclusiva	Sim (15%)	Não tributável pelo IRPJ	Compensação com o IRRF na redistribuição	Não compensável	RIR/1999, arts. 655 e 656	4) 1994 a 1995
A partir de 01.01.1996	Não	Isento	Não	Não tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 654	5) A partir de 1996

Fonte: adaptado de IOB THOMSON (2005), p.8.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE DIVIDENDOS

Nesta próxima parte serão apresentadas algumas evidências empíricas sobre dividendos, de trabalhos realizados no exterior e no Brasil.

4.1 NO EXTERIOR

4.1.1 Dividendos e tributação

De acordo com as leis norte-americanas de 2001, no longo prazo a tributação sobre os ganhos de capital é mais baixa em relação aos dividendos para a maioria dos investidores individuais.

Como exemplo, um investidor que esteja sob a mais alta carga tributária paga 39,6% de impostos sobre dividendos e apenas 20% de impostos sobre ganhos de capital no longo prazo. Portanto, as companhias estariam transferindo riqueza aos acionistas da maneira mais cara, ao distribuir dividendos. É o chamado “enigma dos dividendos” (BLACK, 1976).

Em um estudo realizado por Allen e Michaely (2002), descobre-se que mesmo com impostos mais altos para os dividendos em relação aos ganhos de capital, a maior parte das companhias não reteve seus dividendos. As companhias pagaram dividendos por muito tempo, um comportamento contrário ao esperado pelo mercado, pois se espera que os gestores tomem decisões racionais. Para os autores, uma explicação para esse comportamento seria a diferença nas alíquotas dos impostos entre investidores individuais e os fundos de pensão, por exemplo. Sendo os fundos de pensão livres de impostos, não teriam preferência entre ganhos de capital e dividendos.

Segundo os autores, em um mercado perfeito os dividendos não influenciariam o preço das ações. Há indicações, por parte de evidências empíricas e da teoria, de que os investidores estão sensíveis ao efeito dos impostos na hora de tomar uma decisão, e que os dividendos reduzem o valor da ação quando não é possível controlar inteiramente o risco e quando as alíquotas das transações são elevadas (ALLEN e MICHAELY, 2002).

Já para Kari, Karikallio e Pirttilä (2009), estudando empresas finlandesas de pequeno e médio porte, a distribuição de dividendos diminuiu um pouco nas companhias de capital

fechado que enfrentaram um aumento nos impostos sobre os dividendos, talvez por razões temporais, enquanto os investimentos não diminuíram.

Analisando uma amostra diferente, composta por fundos mútuos fechados, Elton, Gruber e Blake (2005) verificam que os impostos são fatores que influenciam fortemente os valores dos fundos livres de impostos (*Municipal Bond Funds*) na data ex-dividendo, estando de acordo com um estudo anterior de Elton e Gruber (1970). Observou-se que, em relação aos fundos que sofrem incidência de impostos, a tributação influencia o comportamento dos títulos na data ex-dividendo.

Ao tentar avaliar como os impostos incidentes sobre os dividendos afetam o comportamento de uma companhia e conseqüentemente a distribuição dos dividendos, Gordon e Dietz (2006) descobrem que, para os três modelos diferentes (o “*new view*”, uma explicação para os custos de agência e um modelo de sinalização) utilizados em seu estudo para avaliar por que as empresas pagam dividendos, sempre houve previsão de dividendos. Para os autores, os custos de agência são os responsáveis pela distribuição de dividendos.

4.1.2 Política de dividendos e a Teoria da Agência

Os dividendos podem ser muito importantes na redução dos custos de agência, pois mantendo a companhia no mercado de capitais, o monitoramento dos gestores (não se sabe se estes agem em prol do acionista ou em benefício próprio) tem um custo mais baixo, aumentando também o número de investidores que irão avaliar a gestão dos agentes. Isto traz uma boa expectativa da possibilidade de entender por que as companhias pagam dividendos, mas ainda não o explica (EASTERBROOK, 1984).

De acordo com Lintner (1956), para mudar a política de dividendos, a gestão da companhia deve ter fortes razões. Para o autor o problema de agência (Teoria da Agência) também está presente, pois os gestores teriam preferência em reter os lucros ao invés de distribuí-los, agindo assim em benefício próprio.

Neste contexto, a compensação dos gestores está ligada ao valor da companhia. Porém, os gestores podem manipular as informações contábeis para aumentar o valor da companhia, pois existe assimetria de informação entre os gestores e os acionistas. Os

dividendos podem limitar este tipo de prática, ao aumentar os custos dos ganhos manipulados do gestor (VOJTECH, 2012).

4.1.3 Política de dividendos, Teoria da Sinalização e o Efeito Clientela

Segundo Romon (1998), para companhias que pagam altos dividendos, há o efeito informativo do dividendo. Em relação ao Efeito Clientela, o autor afirma que este fica muito reduzido quando o mercado conhece a política de dividendos da companhia, não havendo surpresas. Para companhias que surpreendem o mercado com mudanças na política de dividendos, são verificadas reações anormais nos preços das ações, no dia ex-dividendo. Para o autor, resta a dúvida se este fato deve-se exclusivamente ao Efeito Clientela e/ou Sinalização, ou não, pois segundo ele, a avaliação do mercado certamente é influenciada por outros elementos.

John e Williams (1985) mostram em seu trabalho que há informação para o mercado no pagamento de dividendos quando estes são tributados, e quando sobram recursos nas companhias os gestores tendem a pagar mais dividendos visando um aumento futuro em suas ações. Descobriram também que companhias que pagam dividendos de forma regular têm como clientes instituições financeiras, viúvas e pessoas de idade avançada, pois estas partes possuem um interesse especial em receber dividendos regulares, confirmando o Efeito Clientela.

Mesmo havendo altos custos nos pagamentos de dividendos, principalmente relacionados aos impostos, há benefícios em se fazer este pagamento. O primeiro seria uma valorização da ação, o que para o acionista representa um ganho na hora de vendê-la e o segundo seria o próprio recebimento dos dividendos dando ao acionista uma parte da companhia (JOHN e WILLIAMS, 1985).

Ainda em relação ao trabalho de John e Williams (1985), o investidor poderia vender as ações para compensar a não distribuição de lucros e a um custo mais baixo, já que a tributação sobre o ganho de capital era menor.

Em relação à expectativa sobre os dividendos, sob a ideia do conteúdo informacional, um estudo realizado por Dhillon, Raman e Ramirez (2003) mostra que um anúncio de não mudança nos dividendos contém informação quando o mercado espera uma mudança. Este

estudo vai contra descobertas anteriores, ao afirmar que a “surpresa do dividendo” contém informação sobre as surpresas contemporâneas e futuras dos rendimentos. O estudo sugere que as surpresas dos dividendos, com base nas expectativas destes, capturam melhor a sinalização dos dividendos.

Amihud e Murgia (1997), analisando a sinalização e a tributação na Alemanha, onde a tributação sobre os dividendos é menor do que nos EUA, mostram que mudanças nos pagamentos de dividendos causam uma reação positiva nos preços das ações, mesmo sem a tributação contida nos modelos de sinalização. Segundo os autores, outros fatores podem explicar as mudanças nos dividendos além dos impostos, como informações menos detalhadas sobre dividendos por parte da contabilidade alemã em comparação com a dos EUA.

4.1.4 Dividendos, *Trade-off* e *Pecking Order*

Em seu trabalho, Fama e French (2002) testam algumas previsões feitas pelas teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*² sobre os dividendos e as dívidas. Sobre a teoria do *Pecking Order* são testadas as previsões sobre dividendos, alavancagem e volatilidade. Sobre o *Trade-off* são testadas as previsões sobre custos de falência, impostos, problemas de agência e custos de financiamento.

Os autores afirmam que companhias mais lucrativas e companhias com menos investimentos tem um *payout* maior, confirmando as previsões feitas por ambas as teorias. Porém, companhias mais lucrativas são menos alavancadas, confirmando o *Pecking Order* e contradizendo o *Trade-off*.

Companhias com mais investimentos tem menos alavancagem de mercado, o que é consistente com o modelo *Trade-off* e um modelo complexo de *Pecking Order*. Segundo os autores, companhias com mais investimentos tem menores *payout* de dividendos no longo prazo, mas os dividendos não variam de acordo com variações de curto prazo nos investimentos.

²*Trade-off* e *Pecking Order* – “... na teoria de *trade-off* (apud De Angelo, 1980; Jensen e Meckling, 1976; Stulz, 1990) existem custos e benefícios do endividamento, e as firmas escolhem sua alavancagem pela ponderação entre custos e benefícios de uma unidade adicional de dívida. Já na teoria de *pecking order* (apud Myers, 1980) os custos de emissão de novos títulos sobrepujam seus benefícios, e as firmas priorizam o financiamento por lucros retidos, seguidos de dívida e ações como último recurso” (BRITO e LIMA, 2005).

Conforme previsto pelo modelo de *Pecking Order*, variações de curto prazo nos investimentos e nos ganhos são mais bem absorvidas pela dívida.

Os autores identificam uma cicatriz no modelo de *Trade-off* (a relação negativa entre alavancagem e lucratividade), uma ferida profunda no *Pecking Order* (larga emissão de capital por companhias pequenas, pouco alavancadas que estão crescendo) e uma área de conflito (a reversão à média da alavancagem).

As diversas previsões compartilhadas pelos dois modelos tiveram bom comportamento nos testes realizados. Porém, quando previsões compartilhadas são confirmadas, a atribuição de uma causa pode ser ilusória: não se pode dizer se os resultados são devidos às forças do *Trade-off*, do *Pecking Order* ou outros fatores negligenciados pelos dois modelos.

4.1.5 A influência da política de dividendos nos preços das ações

Para Gordon (1959) existem três hipóteses a respeito do que um investidor procura quando adquire uma ação de uma companhia: ele quer dividendos e ganhos; dividendos; ou ganhos. No caso do investidor comprar uma ação esperando receber os dividendos e os ganhos retidos em forma de um aumento no preço da ação, dado o ganho atual, a taxa de lucro requerida em uma ação aumenta com a fração da renda retida (GORDON, 1959).

Gordon (1963) realiza um trabalho em que revisa seus conceitos sobre a administração do capital corporativo e políticas de investimento e financiamentos ótimas. Outros trabalhos do autor mostram teorias e evidências que levam à conclusão de que o preço da ação de uma companhia (ou seu custo de capital) pode sofrer influência da política de dividendos. Segundo o autor, Modigliani e Miller têm uma visão contrária à dele, o que fez com que Gordon trabalhasse novamente em cima deste assunto.

Em suma, a parte teórica do argumento de Gordon (1963) possui dois pressupostos: aversão ao risco e aumento da incerteza de recebimento no futuro. A consequência de seu teorema é que a política de dividendos, por si, influencia o valor da ação.

Fama e MacBeth (1973) mostram em seu estudo que a precificação das ações ordinárias reflete a tentativa dos investidores avessos ao risco de manterem portfólios que são “eficientes” em termos de valor esperado e dispersão do retorno.

No mesmo sentido, ao examinar as mudanças nos preços das carteiras de ações e dos títulos (bônus) em relação a mudanças na política de dividendos das companhias, Dhillon e

Johnson (1994) mostraram que quando há um aumento nos dividendos, os preços dos bônus são reduzidos, e quando há uma diminuição nos dividendos os preços dos bônus aumentam, sugerindo que a política de dividendos exerce influência sobre as ações.

Para Gao, Song e Zhang (2011), a teoria financeira neoclássica sugere que os mercados podem refletir racionalmente os valores das companhias listadas, mas ela ignora o *link* entre a economia real e o mercado de capitais. A distribuição de dividendos pode reduzir significativamente a volatilidade dos retornos das ações, e sem uma política de dividendos estável as volatilidades no retorno da ação podem não estar relacionadas à volatilidade do retorno sobre o capital. Logo, os dividendos podem ser um *link* importante entre a economia real e o mercado de capitais (GAO, SONG e ZHANG, 2011).

4.1.6 O enigma dos dividendos

Diferentes teorias, como a da Relevância dos Dividendos (LINTNER, 1956; GORDON, 1959), da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria da Sinalização (ROSS, 1977), a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e a do Efeito Clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961) foram propostas para explicar a política de dividendos, mas as evidências empíricas sobre uma teoria frequentemente invalidavam as evidências empíricas de teorias anteriores, o que, de acordo com Black (1976) criou o enigma dos dividendos, pois quanto mais se observam empiricamente as políticas de dividendos praticadas, mais se percebe que as decisões sobre dividendos se parecem com um enigma que contém partes que não se encaixam.

Existem três tipos distintos de investidores que tem interesse nos dividendos. Aqueles que têm a intenção de diminuir os recursos excedentes na companhia que ficam sob o comando dos gestores, aqueles que possuem o controle das companhias e usam os dividendos como forma de sinalização para diminuir a assimetria de informações entre os controladores e os minoritários, e aqueles que querem receber os dividendos para decidirem por si mesmos se irão reinvestir na companhia ou encontrar outras possibilidades de investimentos (BERNSTEIN, 1996).

Segundo Bernstein (1996), os dividendos não influenciam o retorno das ações, desde que os gestores invistam de forma a tornar positivo ou, no mínimo, aumentar o ROE (*Return*

On Equity). De acordo com seu estudo, as tendências dos preços das ações refletem expectativas em relação ao ROE, e não em relação aos dividendos.

A sugestão de Bernstein (1996) é de que as companhias não paguem dividendos, reinvestindo 100% de seus lucros, procurando maximizar a riqueza de seus acionistas.

Denis e Osobov (2008), ao avaliar os determinantes das políticas de dividendos nos Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, França e Japão, descobrem que a propensão a pagar dividendos é maior entre companhias mais lucrativas e maiores, e entre aquelas nas quais os lucros retidos abrangem uma fração muito grande do capital total. Os autores concluem que seus resultados contrariam a sinalização e o efeito clientela, mas suportam as teorias baseadas nos custos de agência.

4.2 NO BRASIL

4.2.1 Dividendos e tributação

Um dos fatores influenciadores das atitudes dos gestores é a tributação, e para os gestores a tributação influencia a política de dividendos das companhias. (PROCIANOY, 1996).

Pohlmann e Iudícibus (2010) mostram que existe uma relação positiva entre o nível de tributação do lucro e o grau de endividamento. Isso foi observado também para as companhias com alto endividamento e baixo nível de tributação do lucro. Esses resultados dão apoio à teoria do *Trade-off* quanto ao impacto da tributação do lucro sobre a decisão de endividamento, conseqüentemente sobre a estrutura de capital.

Para Procianoy (2005) a tributação exerce um papel importante sobre a política de dividendos. Segundo Procianoy e Poli (2003) uma política de dividendos que pagasse o máximo possível em dividendos, porém emitisse ações para recapitalizar-se, tendo condições de bancar seus investimentos e de manter o nível de risco financeiro, reduziria a incidência de impostos sobre os ganhos de capital para os investidores.

Adotando a política sugerida, as companhias verificariam um aumento real nos preços de suas ações. A busca por ações que proporcionem maior ganho líquido seria resultado de uma economia fiscal programada. Percebe-se a presença do Efeito Clientela nesta ideia, logo,

a política de dividendos é relevante, caso haja tributação diferenciada, pois maximiza o valor da companhia (PROCIANOY e POLI, 1993).

Com a mudança na legislação tributária ocorrida em 1989, em relação aos dividendos e ganhos de capital, surgiu uma oportunidade de verificar a maximização da riqueza do acionista através do *payout* dos dividendos.

Procianoy e Snider (1994) afirmam que houve um aumento no *payout* de dividendos após a mudança na legislação, porém não no nível considerado ideal, que seria de 100%.

Por outro lado, Libonati, Lagioia e Maciel (2008) mostram que há redução da carga tributária quando se utiliza os JSCP ao invés de dividendos, nos casos em que os beneficiários são pessoas físicas (tendo ou não o adicional do IR na fonte pagadora), e também no caso de não incidência do adicional do Imposto de Renda na fonte beneficiária pessoa jurídica e o pagador sofra essa incidência. Segundo os autores, ao buscar uma redução da carga tributária nos casos propostos, a melhor opção é pelos JSCP.

Para Ness Jr. e Zani (2001) lançar JSCP ao invés de dividendos possibilita uma redução da carga fiscal da companhia, e embora a carga tributária brasileira seja muito criticada pelos gestores, nota-se que as companhias não aproveitam, de maneira completa, as oportunidades de redução da incidência tributária. Segundo os autores é possível que existam duas classes de inteligência nas companhias brasileiras, pois algumas utilizam as vantagens disponíveis e outras não.

Os autores afirmam que isso pode ser explicado pela falta de divulgação do chamado benefício dos JSCP, pois as informações disponíveis apenas dizem respeito aos aspectos normativos, legais e algumas publicações restritas. Também, devido às diversas formas de contabilização, a interpretação por parte dos analistas de investimentos pode ser prejudicada.

Em seu trabalho, Ramos (1997) mostra que mudanças na tributação influenciam o comportamento do investidor sobre os dividendos, influenciando também a formação dos retornos das ações. A análise utilizou dois períodos distintos, sendo que para o primeiro período, 1988 e 1989, o autor já esperava um efeito positivo, por estar de acordo com os resultados obtidos por Litzenberger e Ramaswamy (1979). Segundo a teoria, retornos maiores são exigidos pelos investidores para ações que pagam maiores dividendos quando estes são tributados com alíquotas maiores do que as alíquotas para os ganhos do capital.

Pareja e Franco (2011) afirmam que conseguiram desenvolver as formulações para o custo de capital quando os dividendos, JSCP ou correção monetária de capital próprio são dedutíveis, como é o caso do Brasil. Para os autores, quando os dividendos são dedutíveis, a alavancagem ótima é menor e o valor do capital acionário é maior.

4.2.2 Política de dividendos e a Teoria da Agência

Para Novis Neto e Saito (2002) há uma relação direta entre o *Dividend Yield* e o retorno acumulado das ações no período após o anúncio do pagamento de dividendos, porém não há nenhuma prova de que o controlador exerça influência no retorno acumulado após o pagamento. A Teoria da Agência e a Assimetria Informacional, de Jensen e Meckling (1976), é uma das teorias que explicariam tal acontecimento.

De acordo com a Teoria da Agência, uma distribuição maior aos acionistas resulta em um fluxo de caixa livre menor, diminuindo também os conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores, aumentando o valor da companhia (JENSEN e MECKLING, 1976).

Outro fator importante a ser avaliado é o pagamento mínimo de dividendos sob a perspectiva da Teoria da Agência. Garcia e Bugarin (2001) avaliam este fator para companhias estatais brasileiras, como a Petrobrás. Os autores afirmam que, pensando em um ambiente realista, onde seria possível o gestor conseguir empréstimos e, com os lucros retidos financiar os investimentos da companhia, o pagamento fixo de dividendos é ineficaz para diminuir o desvio por parte do gestor, pois o valor em posse dos gestores não diminui.

Em seu trabalho empírico, Martins e Novaes (2012) mostram que as empresas listadas na Bovespa podem encontrar brechas para não pagar o dividendo mínimo imposto por lei no Brasil. Em seu estudo, 67% das empresas brasileiras possuem acúmulo de reservas e 26% das empresas rentáveis retêm todo o lucro. Embora existam possibilidades para a empresa não distribuir proventos, o *Payout* médio encontrado em seus estudos foi de 28%, para o período de 2005 a 2009, que também está acima do mínimo exigido por lei (25%).

4.2.3 Política de dividendos, Teoria da Sinalização e o Efeito Clientela

Existe forte relação entre a política de dividendos e o preço da ação de uma companhia, sendo a sinalização de suma importância, pois é o guia dos investidores na hora de comprar ou vender ações, determinando a variação no preço da ação (PROCIANOY, 2005).

Cioffi e Famá (2010) buscam verificar se os dividendos poderiam ser utilizados como uma *proxy* para outras informações que contribuem para a previsão de retornos futuros, com a finalidade de testar o efeito da sinalização no valor de mercado das companhias. Para os autores, os dividendos afetam positivamente o valor das empresas, estando de acordo com outros estudos realizados no exterior e no Brasil.

Porém, esse resultado positivo não pôde ser relacionado ao efeito da sinalização de lucratividade futura, mas torna os proventos relevantes para os investidores em função da aversão ao risco, em conformidade com a Teoria do Pássaro na Mão (LINTNER, 1956; 1962; GORDON, 1959; 1963).

Figueiredo (2002) afirma que, ao verificar a relação entre os dividendos e mudanças de ganhos futuros nas companhias brasileiras utilizando estudos já realizados por Nissim e Ziv (2001) e por Benartzi, Michaely e Thaler (1997), os resultados obtidos não trazem evidências sobre a informação contida nos dividendos no Brasil. Então, para este autor, é impossível dizer que existam informações sobre o desempenho futuro das companhias nas mudanças dos dividendos.

Já para Pimenta, Borsato e Ribeiro (2008), a importância da distribuição dos lucros dá-se pelo risco de descapitalização da companhia e conseqüente incapacidade de manutenção, caso o dimensionamento da distribuição não seja avaliado corretamente. Sendo assim, o fator informação torna-se essencial, pois quando a companhia diminui ou não distribui dividendos sem justificativa, seu valor pode diminuir.

Forti e Schiozer (2011) ao analisar a política de dividendos dos bancos brasileiros, encontram uma relação positiva entre os dividendos com lucros anteriores. Esta evidência reforça o uso de dividendos para informar a qualidade dos ativos ao enviar um sinal da capacidade do banco em gerar ganhos com ativos de bom desempenho. Além disso, bancos de capital aberto pagam mais dividendos do que bancos de capital fechado, o que está de acordo com o propósito da sinalização dos dividendos.

Para Brito e Rietti (1981), que procuraram verificar o efeito clientela no Brasil, com um método muito parecido com o de Elton e Gruber (1970), os resultados não mostraram qualquer evidência que indicasse a existência do efeito clientela no mercado brasileiro. Ao contrário do mercado americano, no mercado brasileiro não parece existir qualquer associação entre os níveis marginais de taxação de investidores e sua preferência por distribuição ou retenção de dividendos (BRITO e RIETTI, 1981).

Já para Procianoy e Verdi (2002) os resultados foram diferentes. Estando os dividendos isentos de tributação no Brasil, procuraram verificar o efeito clientela no mercado brasileiro. Vale lembrar que os ganhos de capital eram taxados em 25%, com exceção dos fundos de pensão. A primeira parte de seu estudo verifica o comportamento das ações que pagaram dividendos, usando o modelo de Elton e Gruber (1970), e a segunda parte verificou a existência de retornos anormais.

Em apenas 5% dos casos analisados o valor da ação ficou dentro do intervalo esperado, no primeiro dia ex-dividendo, e que, 47% dos casos tiveram os preços das ações, no primeiro dia ex-dividendo, maiores do que na data em que ação ainda possuía direito a receber dividendos. Esses resultados contrariam a expectativa, pois o comportamento dos investidores pode ser considerado irracional, já que estariam pagando um valor mais alto por uma ação sem direito a receber dividendos em relação a uma ação com direito a receber dividendos (PROCIANOY e VERDI, 2002).

4.2.4 Dividendos, *Trade-off* e *Pecking Order*

Brito e Silva (2003) confirmam de maneira parcial as teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*. Como o endividamento influenciou os lucros, verificou-se uma relação negativa entre dividendos e alavancagem. Porém, analisando a regressão de dividendos, os autores não conseguiram encontrar um resultado significativo para a medida de oportunidade de investimento e volatilidade. Segundo eles, as duas medidas não são determinantes da política de dividendos. Ao analisar a previsão das dívidas, os autores constataram que a teoria de *Pecking Order* prevaleceu sobre a teoria de *Trade-off*.

Ao comparar o trabalho de Brito e Silva (2003) com o de Fama e French (2002), verifica-se que a teoria do *Pecking Order* é mais consistente como determinante da estrutura de capital das empresas. A variável mais significativa é a lucratividade, estando

negativamente relacionada ao endividamento, mostrando que empresas mais lucrativas são menos endividadas, suportando o modelo *Pecking Order* que defende a hierarquização das fontes de financiamento (DAVID, NAKAMURA e BASTOS, 2009).

Para Futema, Basso e Kayo (2009) são confirmadas as previsões da teoria de *Pecking Order*, de que a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento, não ocorrendo o mesmo para as oportunidades de crescimento que mostraram relação negativa com a distribuição de lucros. Outro fator positivo para o *Pecking Order* é a relação negativa observada entre a alavancagem e a lucratividade, confirmando que as companhias utilizam os lucros retidos para financiar seus investimentos e só recorrem ao endividamento depois de terem esgotado as fontes internas.

Porém, os autores não confirmam a teoria de *Trade-off* estática que prevê uma relação positiva entre essas variáveis (alavancagem e lucratividade), motivada pelos benefícios fiscais, custos de agência e custos de falência menores para companhias lucrativas.

4.2.5 A influência da política de dividendos nos preços das ações

Firmino, Santos e Matsumoto (2004) mostram que no Brasil a diminuição nos preços das ações na data ex, não é causada somente pela tributação, estando de acordo com a teoria de Microestruturas de Mercado. Segundo os autores, no Brasil, o Imposto de Renda sobre os JSCP e sobre os ganhos de capital não é o único responsável pela queda nos preços das ações na data ex.

Porém, este trabalho não conseguiu diferenciar o comportamento dos preços das ações na data ex, pois os testes utilizados foram estatisticamente insignificantes, levando os autores a conclusão de que, independente da alíquota do Imposto de Renda, para o investidor no Brasil não há diferença entre receber JSCP ou dividendos.

O estudo de Lousada, Zatta e Freire (2003), que busca encontrar melhores explicações para a relação entre os dividendos e os lucros anormais, também está de acordo com a ideia de que não haveria relação entre os dividendos e os preços das ações, e mostra que não há relação entre o *dividend yield* e o lucro anormal.

Ainda neste sentido, verificando se o preço da ação ordinária é imediatamente influenciado pelas políticas de investimento, financiamento e dividendos, o estudo de Santos e

Xavier (2009) mostra que as estratégias financeiras citadas não tiveram influência sobre os preços das ações no mercado.

A variável representativa da estrutura de capital, para a maioria das análises, contrariou a teoria ao apresentar coeficientes com sinal contrário ao esperado, estando negativamente correlacionada com os preços. A causa dessa anomalia pode ter sido a percepção de risco por parte do investidor (SANTOS e XAVIER, 2009).

Já para Procianoy (2005), existe uma forte relação entre a política de dividendos e o preço da ação de uma companhia, e o preço das ações varia de acordo com as decisões tomadas pelos investidores, decorrentes da sinalização através da política de dividendos.

Neste contexto, ao contrário da Teoria de Miller & Modigliani, Correia e Amaral (2002) apontam para a relevância da política de dividendos, pois consideram que um aumento nos dividendos distribuídos é suficiente para mudar o valor de mercado das ações de uma companhia.

Para tentar descobrir se a política de distribuição de resultados é capaz de modificar os preços das ações de uma companhia, Perobelli, Zanini e Santos (2009) discutem os impactos do pagamento de proventos nos preços das ações, na data ex-dividendo, de companhias maduras e de companhias em expansão, avaliando também o efeito do tipo da ação (ordinária ou preferencial) sobre os resultados.

A estratégia de curto prazo de comprar ações na última data com direito aos dividendos, vender na primeira data ex (sem direito aos dividendos) e embolsar os dividendos é capaz de gerar perdas de capital até quatro vezes maiores que o ganho líquido proporcionado pelo provento embolsado. Para companhias maduras, a política de distribuição não gera grandes quedas nos preços das ações ordinárias, ficando estável o custo de capital ordinário (isso não acontece no custo de capital preferencial, que aumenta) (PEROBELLI, ZANINI E SANTOS, 2009).

4.2.6 Possíveis determinantes da política de dividendos

Para Procianoy (2005) a tributação exerce um papel importante sobre a política de dividendos, sendo que no Brasil, três ganhos diferentes podem sofrer tributação: dividendos, JSCP e o ganho de capital, porém há muito tempo os dividendos estão isentos de tributação

no Brasil. Os JSCP são tributados de maneira similar à renda fixa, ou seja, de acordo com dados de 2004, 15% do Imposto de Renda retido na fonte, para pessoa física. Sobre os ganhos de capital, o autor afirma que, em outubro de 2004, sofriam tributação de 20%, sendo esta a modalidade mais tributada.

A recompra de ações não é interessante para a companhia, pois gera ganhos de capital, portanto sofrendo a mais alta tributação, e o rendimento só chega ao acionista no momento da venda da ação. Porém, as companhias deveriam utilizar os dividendos e os JSCP, porque reduzem a tributação, maximizando a riqueza do investidor (PROCIANOY, 2005).

Segundo Ferreira Junior, Martin, Nakamura e Bastos (2010), as evidências estão todas associadas à escola da relevância dos dividendos, alinhado com a Teoria de Lintner e a Teoria da Agência, esta última confirmando estudos que afirmam que companhias com boas oportunidades de crescimento tendem a pagar menos dividendos, e companhias maiores tendem a pagar mais dividendos, pois estas terão menos limitações para conseguir financiamentos bancários e custos menores no caso de uma emissão.

É importante registrar que os resultados encontrados por estes autores estão alinhados com os de Heineberg e Procianoy (2003), que igualmente encontraram evidências em direção à teoria de Lintner.

No trabalho de Procianoy e Heineber (2003) verifica-se que o valor do lucro ou prejuízo líquido e os proventos pagos em dinheiro no ano anterior são as variáveis com maior poder de explicação na determinação dos proventos pagos em dinheiro no ano. Este estudo mostra um padrão existente na formação da política de proventos das companhias brasileiras, além de provar que é possível identificar alguns comportamentos diferentes quanto à distribuição de proventos em diferentes setores econômicos e tamanhos de empresas.

Ao analisar os bancos brasileiros, Forti e Schiozer (2011) verificaram uma relação positiva entre os dividendos e os lucros anteriores, reforçando o uso de dividendos como informação sobre a qualidade dos ativos.

No Brasil a legislação permite a distribuição dos lucros aos acionistas através dos dividendos e dos JSCP. Para Boulton, Alves e Shastri (2010), as companhias deveriam priorizar os JSCP, pois a tributação líquida incidente é menor em alguns casos.

Segundo os autores, a tributação é o principal determinante das decisões sobre políticas de dividendos das companhias no Brasil, pois a rentabilidade e o índice de *payout* possuem uma relação positiva com a probabilidade de uma companhia pagar JSCP. No entanto, muitas companhias continuam pagando dividendos, apesar dos benefícios tributários oferecidos pelo pagamento do JSCP.

Em conformidade com as citações acima, ao realizar uma revisão bibliográfica sobre a política de dividendos no Brasil, Martins e Famá (2002) mostram algumas tendências, como a relevância da política de dividendos no mercado brasileiro, a confirmação de problemas de agência, alguns resultados conflitantes em relação ao Efeito Clientela, a sinalização e influência da tributação sobre a política de dividendos e resultados não conflitantes em relação aos determinantes da política de dividendos, sendo as variáveis de maior influência na distribuição: lucro líquido, fluxo de caixa, porte da empresa e menor endividamento.

5. TEORIA SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um conjunto de relações estabelecidas entre os conselhos de administração, seus executivos, acionistas e *stakeholders*, entre eles, o governo, a sociedade, os funcionários, a comunidade, os fornecedores, entre outros (IBGC, 2010). Através de relações bem estabelecidas, conflitos decorrentes dos problemas de agência (JENSEN e MECKLING, 1976), poderiam ser administrados.

Os modelos de governança corporativa variam de acordo com as características de cada país. Segundo Carlsson (2001), o modelo anglo-saxão (principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra) possui uma dinâmica voltada para a fluência do capital, fragmentação da propriedade, para o mercado e para a internacionalização dos negócios.

Já no caso do Brasil, que se enquadra no modelo de governança latino, existe uma grande concentração da propriedade por parte de poucos acionistas e uma alta concentração de poder por parte de um líder ou de uma instituição. Sendo assim, o Estado tem participação direta nas companhias, como proprietário ou como regulador das atividades produtivas (SCOTT, 1997; CARLSSON, 2001).

Nos últimos anos, assuntos relacionados à governança corporativa vêm merecendo destaque no mercado mundial, de forma principal sobre a maneira como os acionistas podem controlar o gerenciamento de seus recursos e garantir o retorno de seus investimentos (SILVEIRA, 2004). Segundo Silveira (2002), para esta finalidade, são adotadas ferramentas com o objetivo de garantir eficiência, transparência, idoneidade e vigilância na administração dos recursos em posse dos gestores.

Na hora de verificar os retornos sobre seus investimentos, os investidores devem levar em consideração os riscos envolvidos na operação. Portanto, a forma como a companhia é administrada passa a ser um fator muito importante da análise, podendo exercer uma influência considerável sobre o prêmio de risco exigido pelos investidores.

Logo, as práticas de governança corporativa exercem influência sobre o desempenho da empresa e também seu custo de capital. Para Lamb (2000), é possível reduzir os custos de financiamento e os custos de capital através do uso de princípios de governança, pois os

financiadores externos exigiriam um prêmio de risco menor por estarem expostos a riscos menores de expropriação por parte dos acionistas.

Como o uso das práticas da boa governança tem aumentado nos últimos anos, fez-se necessária a elaboração de regras para regulamentá-las. Os códigos das melhores práticas de Governança Corporativa firmaram-se ao redor do mundo, em vários países. O código das melhores práticas no Brasil surgiu em 1999, quando um documento foi elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa como forma de colaborar para o aperfeiçoamento da governança corporativa das empresas brasileiras (IBGC, 2010).

Este código proporciona auxílio aos conselhos de administração no desempenho de suas funções, gerando maior eficácia e estimulando a criação de um código de ética da companhia.

5.1 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE GOVERNANÇA E DIVIDENDOS

As questões de agência ocupam papel central na definição das práticas de políticas de dividendos (FERREIRA JUNIOR, MARTIN, NAKAMURA E BASTOS, 2010). O comprometimento com práticas de governança corporativa diferenciadas pode reduzir o risco para o investidor com a consequente valorização das ações, aumentando em última instância, devido à maior demanda, a liquidez e o volume negociado das ações.

Com o aumento do valor das ações das empresas, pode haver, em consequência, uma redução do seu custo de capital. Para a empresa significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos, e para os acionistas, maiores dividendos (RABELO; ROGERS; RIBEIRO e SECURATO, 2007).

As práticas de governança corporativa adotadas por diversas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) aumentaram a importância dada ao pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio.

Em seu estudo, Silva (2004) mostra que existe uma relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. Gonzaga e Costa (2009) mostram que existe uma relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas empresas brasileiras.

O modelo de governança corporativa que parece contemplar o maior número de características que se aplicam à realidade brasileira é o financeiro. No contexto do modelo financeiro, Schleifer e Vishny (1997) e Hawley e Williams, (2000b) priorizam a maximização dos retornos sobre os investimentos financeiros realizados pelos agentes, ocorrendo então conflitos de agência.

Dada a relevância que assume o conflito de agência (mesmo que nem sempre explicitado) entre acionistas controladores e não-controladores e a importância atribuída aos retornos dos investimentos realizados (BERTUCCI, BERNARDES e BRANDÃO, 2006), o modelo financeiro de governança encaixa-se na realidade brasileira.

Outro fato relevante em relação às empresas com boa governança, aquelas que possuem ADRs (*American Depositary Receipts*) Nível II ou que fazem parte do segmento Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, possuem maiores retornos em períodos de crise e distribuem mais lucros sobre forma de dividendos (SROUR, 2005).

Para Bellato, Silveira e Savoia (2006) existe uma relação negativa e significativa entre o excesso de poder de votos em posse dos controladores e a taxa de dividendo das empresas. Seu estudo reforça os argumentos dos códigos de boas práticas de governança de que o distanciamento do princípio uma ação - um voto é prejudicial para os acionistas minoritários.

Através desses estudos, percebe-se que pode haver uma relação entre os níveis de governança corporativa e a política de dividendos. Em empresas onde os níveis de governança são mais altos, a tendência é de que a política de dividendos seja mais agressiva, no sentido de distribuir mais dividendos para seus acionistas.

5.2 DIREITOS DAS AÇÕES E NORMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme dito anteriormente, na seção 4, houve alterações na legislação sobre dividendos no Brasil. As ações preferenciais foram introduzidas no Brasil pela Lei 6.404/1976. De acordo com esta lei, ações preferenciais sem direito a voto possuem um dos três direitos abaixo:

- Preferência para receber dividendos;
- Preferência na recompra de ações com ou sem um prêmio;

- As duas preferências anteriores.

Em 2001, a Lei 10.303/2001, Art. 17 (BRASIL, 2001) reescreveu esta parte sobre a preferência de dividendos, exigindo explicitamente um dividendo fixo ou mínimo ao invés da expressão vaga “preferência” da lei anterior. Na verdade, seu primeiro parágrafo foi ainda mais longe ao restringir a negociação de ações preferenciais sem direito a voto no caso de não incluírem pelo menos uma das seguintes preferências:

- Um dividendo de pelo menos 25% dos lucros líquidos ou 3% do valor contábil e tratamento igual ao das ações ordinárias em relação aos dividendos;
- Um dividendo pelo menos 10% maior do que o das ações ordinárias; ou,
- Tratamento igual ao das ações ordinárias em relação aos dividendos, recompra de ações e ofertas de *takeover*³ com ou sem um prêmio (regras de oferta obrigatória ou direitos de *tag-along*⁴).

Cada companhia deve possuir em seus estatutos qual atributo irá providenciar para suas ações preferenciais. Assim, a nova legislação procurou reduzir o arbítrio dos acionistas majoritários (com direito a voto) em relação à expropriação dos acionistas minoritários (sem direito a voto) através da política de dividendos.

Os direitos das ações com direito a voto foram estabelecidos pela Lei 6.404/1976 (BRASIL, 1976) em seu Artigo 15, parágrafo 2º, que permitia uma companhia emitir 2/3 (dois terços) de suas ações preferenciais sem direito a voto. Esta lei permitia aos acionistas terem controle total sobre qualquer companhia negociada publicamente com apenas 1/6 (um sexto) de suas ações, mais uma.

É claro que esta desigualdade entre os direitos de voto e os fluxos de caixa aumentou o problema da agência entre acionistas majoritários e minoritários, onde o último poderia sofrer expropriação por parte do primeiro.

Em 2001, a Lei 10.303, Artigo 2 (BRASIL, 2001), modificou a antiga lei reduzindo a proporção máxima de ações sem direito a voto para 50%.

³*Takeover*: Processo de mudança do controle societário de uma empresa através de compra da maioria ou da totalidade das ações dessa empresa. O *takeover* pode ser amigável (quando há acordo entre as partes) ou hostil.

⁴*Tag-along*: é um mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma companhia que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma.

No entanto, tais mudanças somente seriam aplicadas para as companhias que abririam seu capital e para aquelas companhias que já possuíam capital aberto, mas que fariam uma segunda oferta de ações (Artigo 8, parágrafo 1, BRASIL, 2001). De qualquer maneira, o capital mínimo necessário para ter total controle sobre a companhia ainda é de apenas 25%.

Também em 2001, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou o Novo Mercado, um segmento especial destinado a ações de companhias que voluntariamente mantêm-se sob práticas de governança corporativa e transparência, de forma adicional a estas já solicitadas pela legislação brasileira e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Este segmento requer, dentre outras coisas, emissão apenas de ações com direito a voto (ordinárias). Neste mesmo ano, a Bovespa também lançou dois segmentos intermediários para companhias que pretendem melhorar gradualmente seu padrão de governança corporativa. Estes níveis (Nível I e Nível II) permitem a existência de ações sem direito a voto, mas introduziram novos requisitos a respeito da divulgação adicional de informações e de circulação de ações.

Duas alterações mais recentes trouxeram contribuições importantes para o desenvolvimento do mercado brasileiro. Primeiro, a Lei 11.638/07 (BRASIL, 2007) alterou e revogou aspectos da Lei 6.404/76. Um aspecto importante da nova lei é seu incentivo à maior transparência e, conseqüentemente, melhor compreensão das informações dessas empresas pelos principais mercados de valores mobiliários. A lei possui alguns efeitos positivos, como, menor risco para o investidor, estímulo ao ingresso de capital estrangeiro no país e mais facilidade de acesso de empresas brasileiras ao mercado externo (DIAS, 2008).

As alterações importantes são a substituição da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). A DOAR é considerada pelos especialistas uma demonstração mais rica em termos de informação. A DFC possui linguagens e conceitos mais simples e melhor comunicação com a maioria dos usuários das demonstrações contábeis.

Para as companhias abertas, há a introdução da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que expõe a riqueza gerada pela empresa e sua distribuição (empregados, financiadores, acionistas, governo etc.) e a parcela não distribuída. Esta prática é muito utilizada no exterior e, inclusive, é um tipo de demonstração financeira recomendada pela Organização das Nações Unidas (ONU) (DIAS, 2008).

A segunda alteração veio em 2009, com a Lei 11.941/09 (BRASIL, 2009) que modificou aspectos da Lei 6.404/76, sobre os registros contábeis. O objetivo é a publicidade dos registros contábeis, tornando-os mais claros para o investidor e para a CVM (HAUER; MAZETO, 2009). Em seus artigos 37 e 38 traz melhorias em relação à regulação contábil feita pela Lei 11.638/07, inclusive melhorando a redação de alguns artigos com o objetivo de tornar mais claro o entendimento e aproximar a qualidade da informação contábil brasileira aos padrões internacionais (SOUZA, 2009).

6. METODOLOGIA

6.1 AMOSTRA E PERÍODO

A amostra é composta por 672 companhias, que, separadas entre seus diversos tipos de ações, totalizam 30.134 observações. Todas são ou foram negociadas na Bovespa, e distribuíram dividendos ou JSCP pelo menos uma vez no período de 1986 a 2011, período máximo com dados disponíveis até o ano de 2011. Independente do pagamento ou não de dividendos, as empresas que não efetuaram pagamentos em determinado ano, foram mantidas na amostra, porém com valor de R\$0,00 para o período em que não efetuaram pagamentos.

6.2 FONTE DE DADOS

Os dados foram coletados junto ao banco de dados Economática⁵, considerando o período de 1986 a 2011. Ao coletar os dados, foram examinadas as companhias com múltiplas classes de ações, fazendo-se distinção apenas entre ações ordinárias e os demais tipos.

As variáveis utilizadas foram: *Dividendos Por Ação (DPA)*, *Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) por ação* e *Lucro Por Ação (LPA)*, ajustados pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), sendo este o índice utilizado pela Economática. As demais variáveis utilizadas no estudo são *dummies*, explicadas a seguir.

6.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Hill, Griffiths e Judge (2003) afirmam que as variáveis *dummies* permitem a construção de modelos onde alguns ou todos os parâmetros do modelo, inclusive o intercepto, variam para algumas observações da amostra. As variáveis *dummies* utilizadas são para o tipo de ação (ON ou demais tipos), para os períodos de tributação, para privatização (considerando o ano seguinte ao da privatização), os JSCP (se pagos ou não no ano, depois de 1996) e para o período das novas regulamentações de governança corporativa (2001-2011).

⁵Economática – Base de dados em que se utiliza um software específico para baixá-los (Ver: www.economica.com.br).

6.4 MODELO EMPÍRICO

Para o teste empírico foi utilizado o modelo:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta LPA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Sendo:

DIV_{it} = pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio no ano, corrigidos pelo IPCA;

LPA_{it} = lucro por ação, também corrigido pelo IPCA;

α = dividendo mínimo no período;

ε_{it} = erro da regressão.

Incluindo-se ao modelo geral as variáveis *dummies* de período de tributação, de tipo de ação, de pagamento de juros sobre capital próprio, de tipo de empresa (pública ou privada) e do nível de governança, tem-se o seguinte modelo:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 ON_i + \beta_4 ESTAT_i + \beta_5 JSCP_{it} + \beta_6 GOV_i + \sum_{k=1}^4 [\beta_{6+k} TAX_k + \beta_{10+k} (LPA_{it} \times TAX_k)] + \beta_{15} (LPA_{it} \times GOV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

DIV = Dividendo por ação da companhia i no período t ;

β_0 = intercepto

LPA = Lucro por ação da companhia i no período t ;

DIV_{it-1} = Dividendo por ação da companhia i no período t , do período anterior (lag);

ON = variável *dummy* para ações ordinárias;

$ESTAT$ = variável *dummy* para companhias estatais (*dummy* da privatização);

$JSCP$ = variável *dummy* para quando a companhia i paga Juros Sobre Capital Próprio no ano t ;

GOV = variável *dummy* para a companhia i no período t das novas regras de governança (2001-2011);

TAX_k = variável *dummy* para cada período de tributação, $k=1$ (1986-1988); $k=2$ (1989-1992); $k=3$ (1993); $k=4$ (1994-1995); $k=5$ (1996-2011);

β = coeficientes a serem estimados;

ε_{it} = resíduo da regressão.

Segundo Maddala (2003), às vezes algumas variáveis explicativas contidas na equação de regressão são apenas qualitativas. Nesses casos, normalmente, levam-se em conta esses efeitos através de variáveis *dummies*.

Para estimar os parâmetros do modelo, foram utilizados os métodos Probit e Tobit, que são explicados nas próximas páginas.

6.5 TÉCNICA DE ESTIMAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

6.5.1 Dados em Painel

O método de dados em painel, que combina dados transversais com séries temporais, possui a vantagem de eliminar o efeito de variáveis omitidas, mesmo sem observá-las de fato, através do estudo de variações na variável dependente ao longo do tempo, no caso de serem constantes (WOOLDRIDGE, 2003). Segundo Hsiao (1986), usar dados agrupados em painel justifica-se por permitir o trabalho com um maior número de observações, aumentando os graus de liberdade, reduzindo a colinearidade entre as variáveis exógenas, bem como um provável viés de variável omitida.

Analisando empresas de diferentes setores, a estimação dos parâmetros torna-se mais eficiente e com pressupostos menos restritivos. É possível também verificar com mais precisão as diferenças entre as companhias ou grupo de companhias, ou seja, a

heterogeneidade. Também se consegue observar a dinâmica das variáveis explicativas ao longo do tempo (BALTAGI, 1999).

A estimação de painel com dados censurados, isto é, com o acúmulo de observações em um determinado limite, é tendenciosa e inconsistente pelo método dos mínimos quadrados ordinários (WOOLDRIDGE, 2002). Como o pagamento de dividendos não pode assumir valores negativos, e as empresas podem pagar ou não dividendos, há um acúmulo de observações em zero.

Por este motivo, propõe-se estimar o modelo de painel através de dois métodos não lineares, baseados na maximização da função de verossimilhança, o Probit e o Tobit.

Em relação à estimação de dados em painel, são utilizados modelos de efeitos fixos ou aleatórios⁶. No modelo de efeitos fixos a estimação é feita assumindo-se que a heterogeneidade de uma companhia ou grupo de companhias é captada na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo. No modelo de efeitos aleatórios a estimação é feita introduzindo-se a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro.

$$Y_{it} = x'_{it}\beta_{it} + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

O coeficiente γ_t representa a heterogeneidade devido ao fator tempo; η_i representa a heterogeneidade devido ao fator empresa. Se η_i for constante, tem-se o modelo fixo. Se η_i for variável, tem-se o modelo aleatório.

Ao invés de estimar os parâmetros por mínimos quadrados ordinários, como feito em um modelo de regressão convencional, serão utilizados os modelos Probit e Tobit, onde os parâmetros serão estimados por máxima verossimilhança. As equações deste estudo serão estimadas por modelos *pooled* e efeitos fixos.

⁶Foram estimados modelos de efeitos aleatórios com os métodos Probit e Tobit, porém não foram incluídos nas tabelas para que os resultados do modelo original e dos modelos de robustez tivessem a mesma formatação. Os resultados das regressões com modelos aleatórios confirmam os resultados com dados agrupados (*pooled*) e com efeitos fixos também.

Segundo Gujarati (2006), os modelos de efeitos fixos aumentam o número de variáveis no modelo, aumentando com isso o risco de multicolinearidade, podendo dificultar uma estimação exata de um ou mais parâmetros. Apesar dessas dificuldades, neste estudo, os modelos de efeitos fixos comprovam os resultados obtidos pelos modelos de efeitos aleatórios e *pooled*.

6.5.2 Modelo Probit

Segundo Gujarati (2006), para explicar o comportamento de uma variável dependente dicotômica deve-se usar uma FDA (Função de Distribuição Acumulada) escolhida apropriadamente, sendo o modelo de estimativa Probit aquele que emerge da FDA normal.

Para verificar a probabilidade de uma empresa pagar dividendos, transforma-se a variável dependente em uma *dummy*, sendo igual a 1 para as empresas que distribuíram dividendos no ano, ou igual a 0 para as que não distribuíam. Para estas estimações, as regressões Probit são utilizadas.

Assume-se, para os modelos Probit, que a FDA da variável latente é normal, portanto o efeito de uma variação unitária em X (variáveis independentes) sobre a probabilidade de $Y = 1$ (se a empresa distribuiu dividendos no ano corrente) é normalmente distribuída.

6.5.3 Modelo Tobit

Os modelos lineares possuem desvantagens quando aplicados em variáveis estritamente positivas, com o acúmulo de valores em zero. Utilizando o Tobit, que é especialmente projetado para modelar variáveis dependentes que tenham soluções de canto, é possível contornar esse problema (WOOLDRIDGE, 2002).

No modelo Tobit, o regressando pode assumir qualquer valor positivo na sua distribuição de probabilidades, sendo utilizado de maneira parecida com o Probit. Neste estudo, esse modelo proporcionará a determinação do montante de proventos distribuídos via dividendos, e não apenas a propensão como é o caso do Probit.

Os modelos Tobit são muito utilizados na literatura nos casos em que um subconjunto da amostra é censurado (TRUONG e HEANEY, 2007; BROCKMAN e UNLU, 2009;

BOULTON, BRAGA ALVES e SHASTRI, 2010). Isto acontece em diversas séries financeiras, por exemplo os dividendos, onde muitas companhias fazem a opção de não distribuir lucros para seus acionistas.

O que ocorre nesses casos é que existem valores negativos para os regressores (variáveis independentes), mas não para os regressandos (variável dependente). Estimações que trabalham a partir de modelos de minimização do quadrado dos erros geram estimações tendenciosas e inconsistentes, mesmo assintoticamente as estimações dos parâmetros são problemáticas.

7. RESULTADOS

Neste capítulo serão apresentados os resultados empíricos dos modelos apresentados no capítulo anterior. Logo no início são mostradas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, fazendo-se distinção entre as variáveis *winsorizadas* após o tratamento dos *outliers*. Depois é apresentada a análise multivariada, com as tabelas dos resultados divididas entre os modelos Probit e Tobit. No final do capítulo estão os testes de robustez realizados com diferentes variáveis dependentes.

7.1 TRATAMENTO DOS OUTLIERS

Uma das principais dificuldades no processo de estimação dos dados é a presença de *outliers*. O período é longo e o número de observações desse estudo é grande, e as empresas em si possuem características financeiras distintas, aumentando assim a amplitude dos dados. Alguns dados acabam afastando-se muito de outras observações, influenciando a estimação dos parâmetros.

Para dar tratamento adequado a este problema, aplicou-se o processo de *winsorização*⁷, recentemente utilizado em estudos na área por Black, Jang e Kim (2006), Silveira e Bellato (2006) e Durnev e Kim (2005). Os limites inferiores e superiores determinados da distribuição foram de 1% e 99%, sendo que todos os valores fora desse intervalo foram substituídos pelos respectivos limites, superior ou inferior. Na Tabela 1 são apresentadas as principais estatísticas descritivas das variáveis com e sem *winsorização*.

As variáveis *DVC*, *Yield* e *Payout* foram utilizadas como variáveis dependentes nos testes de robustez, constam na Tabela 1 também.

As variáveis *JSCP* e *GOV* possuem um número de observações menor devido ao período em que foram instituídos no mercado brasileiro, *JSCP* a partir de 1996 e *GOV* a partir de 2001.

⁷ Winsorização – Procedimento originalmente proposto pelo bioestatístico C. P. Winsor, consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos respectivos limites estabelecidos para a distribuição.

Tabela 1: Comparação entre variáveis brutas e winsorizadas

Variável	N	Sem winsorização					Com winsorização (p=0.01)				
		Média	Mediana	DesvPad	Mín	Máx	Média	Mediana	DesvPad	Mín	Máx
DPA	30129	4.60	0.00	180.67	0.00	17,751.42	0.48	0.00	2.24	0.00	18.65
LPA	16429	-4.89	0.19	3,029.30	-125,797.90	310,714.00	0.53	0.19	33.37	-191.17	186.19
Lag DPA	28970	4.74	0.00	184.23	0.00	17,751.42	0.47	0.00	2.23	0.00	18.65
DVC	16622	0.04	0.00	0.84	-54.53	40.54	0.03	0.00	0.07	0.00	0.42
Yield	9891	0.05	0.02	0.43	0.00	42.41	0.04	0.02	0.07	0.00	0.36
Payout	16414	0.42	0.00	9.22	-497.39	474.04	0.24	0.00	0.60	-1.16	4.04
ON	30134	0.48	0.00	0.50	0.00	1.00	0.48	0.00	0.50	0.00	1.00
Estatais	30134	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00
JSCP	18544	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00
GOV	12749	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00
TAX1	30134	0.12	0.00	0.32	0.00	1.00	0.12	0.00	0.32	0.00	1.00
TAX2	30134	0.15	0.00	0.36	0.00	1.00	0.15	0.00	0.36	0.00	1.00
TAX3	30134	0.04	0.00	0.19	0.00	1.00	0.04	0.00	0.19	0.00	1.00
TAX4	30134	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00
TAX5	30134	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00

Nota: Nesta tabela estão as estatísticas descritivas das variáveis sem o processo de *winsorização* (esquerda) e com o processo de *winsorização* (direita). A *winsorização* é um processo que substitui os *outliers* pelos valores limites inferiores e superiores da distribuição (1% e 99%) definidas para cada variável não binária. A amostra é composta por empresas que distribuíram proventos via dividendos/JSCP, pelo menos uma vez no período de 1986-2011.

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 2: Estatísticas descritivas para amostra com DPA > 0, com winsorização

Variável	N	Média	Mediana	DesvPad	Mín	Máx
DPA	8980	1.61	0.26	3.87	0.00	18.65
LPA	8379	4.02	0.62	27.67	-191.17	186.19
Lag DPA	8816	1.24	0.15	3.38	0.00	18.65
DVC	8425	0.06	0.04	0.08	0.00	0.42
Yield	6411	0.07	0.05	0.07	0.00	0.36
Payout	8379	0.47	0.31	0.78	-1.16	4.04
ON	8985	0.44	0.00	0.50	0.00	1.00
Estatais	8985	0.10	0.00	0.29	0.00	1.00
JSCP	6641	0.30	0.00	0.46	0.00	1.00
GOV	4664	0.29	0.00	0.46	0.00	1.00
TAX1	8985	0.07	0.00	0.25	0.00	1.00
TAX2	8985	0.10	0.00	0.30	0.00	1.00
TAX3	8985	0.03	0.00	0.16	0.00	1.00
TAX4	8985	0.06	0.00	0.24	0.00	1.00
TAX5	8985	0.74	1.00	0.44	0.00	1.00

Nota: Nesta tabela estão as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, porém a amostra aqui é composta apenas por observações cujo valor da variável DPA é positivo. A amostra é composta por empresas que distribuíram proventos via dividendos e JSCP, pelo menos uma vez no período de 1986-2011.

Fonte: elaborado pelo autor.

Percebe-se na Tabela 1 como as variáveis sofrem alterações significativas após o processo de *winsorização*. Como o período da amostra é muito longo, abrangendo diferentes situações econômicas do país, e o número de empresas é grande, trazendo empresas com características financeiras distintas, existem grandes variações entre as observações.

Utilizando o processo de *winsorização* foi possível controlar o problema causado pelos *outliers*, deixando os dados ajustados, o que parece ser mais condizente com a realidade. Com esses limites impostos, reduz-se o risco de interferência dos *outliers* sobre o estudo, pois esses valores extremos substituídos possivelmente são oriundos de informações contábeis e financeiras não condizentes com o todo.

7.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Após o tratamento dos *outliers* através do processo de *winsorização*, prosseguiu-se para uma análise mais detalhada das variáveis através das estatísticas descritivas. Ainda na Tabela 1 temos: número de observações (N), média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo.

As variáveis *DPA* (*Dividendo por Ação*) e *LPA* (*Lucro por Ação*) apresentam médias de R\$0,48 e R\$0,53 por ação, respectivamente. A variável *DVC* (*Dividendo/Valor Contábil*), razão entre Dividendo/Valor Patrimonial da Ação, que foi utilizada como variável dependente nos testes de robustez, mostra que os proventos distribuídos representam em média 3% do valor contábil das ações, o que parece estar de acordo com as exigências da Lei 10.303/2001 (BRASIL, 2001).

A variável *Yield* (*DPA/Preço da Ação*), também utilizada como variável dependente nos testes de robustez, mostra que, no período, os proventos distribuídos representam em média 4,52% do preço pago pela ação. A variável *Payout* (*DPA/LPA*), mais uma variável dependente utilizada nos testes de robustez, mostra que em média 24% do lucro líquido ajustado é distribuído via proventos.

Sobre a variável *Payout*, vale a pena ressaltar a média obtida quando a amostra utilizada foi composta apenas por $DPA > 0$. Na Tabela 2 a amostra foi reduzida à apenas observações com pagamentos de dividendos positivos, ou seja, as observações com *DPA* igual a 0 foram excluídas da amostra. Sob esta condição, a média do *Payout* sobe para 47%,

mostrando que as empresas listadas na Bovespa pagam mais dividendos do que o mínimo exigido por lei no Brasil, que seriam 25%, salvo exceções previstas a partir de 2001.

Em seu trabalho empírico, Martins e Novaes (2012) mostram que as empresas listadas na Bovespa podem encontrar brechas para não pagar o dividendo mínimo imposto por lei no Brasil. Em seu estudo, 67% das empresas brasileiras possuem acúmulo de reservas e 26% das empresas rentáveis retêm todo o lucro. Embora existam possibilidades para a empresa não distribuir proventos, o *Payout* médio encontrado em seus estudos foi de 28%, para o período de 2005 a 2009, que também está acima do mínimo exigido por lei (25%).

Voltando à Tabela 1, a média da variável *dummy ON* é 48%, evidenciando que a presença de outros tipos de ações (PN, UNIT, etc.) na amostra, é um pouco maior (52%) no período de 1986-2011. A variável *Estatais* (*dummy* da privatização) possui média igual a 11%, mostrando que a maioria das observações totais não são de empresas estatais (89%).

Em relação aos *JSCP*, a variável apresentou média 11%, mostrando que a maior parte das observações é oriunda de empresas que distribuem proventos via pagamento de dividendos (89%), lembrando que o *JSCP* foi instituído no ano de 1996 em diante, e esta média refere-se a este período.

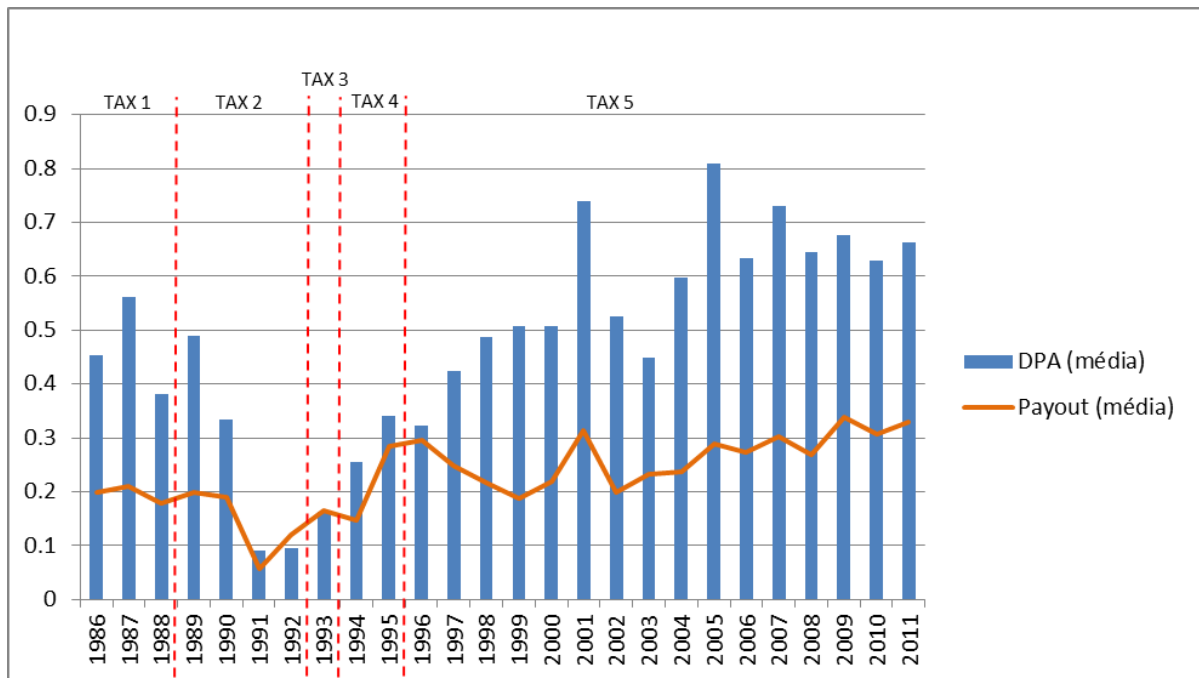
A variável *GOV* tem média de 14%, evidenciando que a maioria das empresas da amostra não está listada em nenhum nível de Governança Corporativa (86%), lembrando que as melhores práticas da boa governança foram instituídas de 2001 em diante, e esta média refere-se a este período.

Em relação aos períodos de tributação (*TAX*) percebe-se uma média alta (62%) no período *TAX5*, pois trata-se do período mais longo (1996-2011). Os demais períodos de tributação possuem distribuição condizente com seus respectivos tamanhos.

7.3 EVOLUÇÃO DOS DIVIDENDOS (1986 a 2011)

A seguir é apresentada a Figura 1, que representa a evolução dos dividendos pagos ao longo do período de 1986 a 2011. Assim é possível identificar facilmente os períodos de tributação, os anos e suas respectivas médias de proventos distribuídos.

Figura 1: Evolução temporal do pagamento de dividendos no período 1986-2011



Fonte: elaborado pelo autor.

A Figura 1 mostra as médias dos pagamentos de dividendos e do *Payout* ano a ano, no período de 1986 a 2011. Percebe-se uma queda muito grande nos anos 1991 e 1992, com uma retomada a partir de 1993. Conforme o Quadro 3 da página 25, o período *TAX1* está sob incidência tributária, *TAX2* está isento, exceto pelo Lucro Líquido da empresa (8%), *TAX3* está isento, *TAX4* está sob tributação e finalmente *TAX5* está isento.

O crescimento nos pagamentos de dividendos a partir de 1993 provavelmente não está relacionado somente com os diferentes períodos de tributação marcados na figura, mas pode ser um acompanhamento do período de crescimento do país e situação econômica favorável.

7.4 ANÁLISE MULTIVARIADA

Nesta seção são relatados os resultados das análises multivariadas. Na primeira parte, são mostrados os resultados das regressões Probit, que estimam a propensão das empresas a pagarem dividendos. Na segunda parte estão os resultados das regressões Tobit, que poderão nos ajudar a verificar se as variáveis que determinam a probabilidade de uma empresa distribuir dividendos são as mesmas que determinam o montante distribuído.

Tendo esses dois resultados, poderemos verificar duas coisas: i) quais fatores levam as empresas a distribuírem dividendos; ii) quais fatores fazem com que as empresas distribuam montantes maiores ou menores.

7.4.1 Propensão ao pagamento de dividendos

Para estimar a propensão de uma empresa pagar dividendos, utilizou-se um modelo Probit, onde a variável dependente (*DPA*) é transformada em uma variável binária, assumindo valor 0 ou 1 (1 = paga ou 0 = não paga). Nesse modelo, estima-se a influência das demais variáveis sobre a distribuição ou não de dividendos, controlando-se para períodos de tributação, tipos de ações, empresas estatais, empresas que distribuem JSCP e o nível de governança corporativa. Também são utilizados controles para ano, e setor de atividade econômica para os modelos de efeitos aleatórios e *pooled*.

Os resultados das regressões Probit com dados agrupados (*pooled*) e efeitos fixos estão na Tabela 3. Em todos os modelos constam as mesmas variáveis, mudando apenas o método de estimação. O objetivo dessas diferenciações é verificar se os resultados apresentam robustez frente aos diferentes métodos de estimação, o que também será apresentado adiante utilizando-se variáveis dependentes diferentes.

As regressões REG1 e REG2 foram estimadas como dados agrupados (*pooled*) e REG3 e REG4 como efeitos fixos.

Alinhados com outros trabalhos empíricos sobre a performance de carteiras compostas por empresas com maiores níveis de Governança Corporativa (RABELO, ROGERS, RIBEIRO e SECURATO, 2007) e de pagamentos de dividendos (SROUR, 2005), os resultados encontrados trazem evidências de que empresas com maiores níveis de Governança Corporativa são mais propensas ao pagamento de dividendos.

Os coeficientes da variável *GOV* foram estatisticamente significativos e robustos em todas as regressões, sugerindo que a probabilidade de empresas com maiores níveis de Governança Corporativa pagarem dividendos é maior.

A variável *ON* sugere que ações ordinárias possuem menor probabilidade em receber dividendos, o que está de acordo com o esperado, pois de acordo com a legislação as ações preferenciais possuem prioridade no recebimento dos dividendos, dentre outras exigências.

Empresas que distribuem Juros Sobre Capital Próprio tem maior probabilidade de distribuírem lucros, conforme mostra a variável *JSCP*, que se manteve estatisticamente significativa e positiva em todas as regressões.

A variável *Estatais* sugere que há uma relação estatisticamente significativa e negativa entre companhias estatais e o pagamento de dividendos, ou seja, a probabilidade de empresas estatais pagarem dividendos é menor.

Apesar dos resultados da variável *LPA* não serem estatisticamente significativos para o modelo Probit, eles apresentaram significância para o modelo Tobit, como veremos mais adiante. Por ora, vale verificar apenas o sinal positivo dos coeficientes, apontando para uma relação positiva entre dividendos e lucro por ação.

A variável *Lag Dep*, que é a variável dependente (*DPA*) defasada, e no Probit $DPA = 1$ se $DIV > 0$; e $DPA = 0$ caso contrário, mostra que se a empresa pagou dividendos no período anterior, aumenta a probabilidade de pagar novamente.

A variável *TAX2* sugere que a probabilidade de distribuir dividendos diminui para o período de 1989-1992. Nesse período houve tributação incidente sobre o lucro líquido (8%), o que diminuía o valor líquido que seria distribuído aos investidores, embora não houvesse tributação sobre os proventos distribuídos. Essa pode não ser a causa da diminuição dos proventos distribuídos nesse período, mas sugere que o valor líquido seria menor.

A variável *TAX3* sugere que a probabilidade do pagamento de dividendos no ano de 1993 aumenta, possivelmente por estar isento de tributação.

As interações *TAX3-LPA* e *TAX5-LPA* sugerem que o efeito do Lucro por Ação no pagamento de dividendos é maior dentro desses dois períodos de tributação, ou seja, estando dentro desses períodos, que estão isentos de tributação, um aumento no Lucro por Ação aumentaria a probabilidade do pagamento de dividendos.

Tabela 3: Propensão a distribuir dividendos: Probit

VARIÁVEIS	REG1	REG2	REG3	REG4
LPA	0.00136 [1.50]	0.00137 [1.50]	0.00132 [1.35]	0.00131 [1.35]
Lag Dep	1.836*** [72.75]	1.848*** [71.91]	1.356*** [46.21]	1.378*** [46.18]
TAX2	-0.266*** [-4.10]		-0.194*** [-2.93]	
TAX3	0.183** [2.10]		0.157* [1.72]	
TAX4	0.0495 [0.70]		0.102 [1.38]	
TAX5	-0.260*** [-4.61]		-0.0617 [-1.00]	
TAX2-LPA	0.00203 [1.63]	0.00122 [0.97]	0.00134 [1.01]	0.000343 [0.25]
TAX3-LPA	0.0106*** [3.26]	0.0106*** [3.27]	0.00779** [2.40]	0.00781** [2.42]
TAX4-LPA	-0.000817 [-0.48]	0.000595 [0.34]	-0.00267 [-1.39]	-0.00119 [-0.61]
TAX5-LPA	0.00257** [2.48]	0.00278*** [2.68]	0.00256** [2.26]	0.00274** [2.41]
ON	-0.00690 [-0.27]	-0.00173 [-0.07]	-0.133*** [-4.35]	-0.139*** [-4.54]
Estatais	-0.150*** [-3.25]	-0.203*** [-4.31]	-0.665*** [-6.60]	-0.721*** [-7.02]
JSCP	1.652*** [20.29]	1.763*** [21.63]	1.806*** [18.44]	1.885*** [19.32]
GOV	0.334*** [6.58]	0.514*** [9.38]	0.586*** [7.78]	0.717*** [8.99]
GOV-LPA	0.0628*** [3.13]	0.0625*** [3.10]	0.0551*** [2.60]	0.0566*** [2.62]
N	16099	16099	14534	14534
Pseudo r2	41%	42%	45%	0.4586
chi2	9209.9	9439.8	9025.0	9208.9
Efeito Ano	Não	Sim	Não	Sim
Efeito Setor	Sim	Sim	-	-

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit com dados agrupados (*pooled*) e efeitos fixos, para a variável dependente DPA. Esta variável assume valor "1" se a empresa pagou dividendos no período observado e "0" se não pagou. As regressões REG1 e REG2 representam a estimação com dados agrupados (*pooled*) e as regressões REG3 e REG4 representam as estimações com efeitos fixos. Foram inseridas *dummies* de ano (para as regressões sem as variáveis TAX_k) e de setor (não para efeitos fixos) para tentar capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável são mostrados os coeficientes e, entre colchetes, as estatísticas t.

***, ** e * representam os níveis de significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor.

A interação entre as variáveis *GOV-LPA* mostrou-se estatisticamente significativa e positiva em todas as regressões, sugerindo que o efeito Governança Corporativa amplia o efeito do LPA sobre a probabilidade de pagar dividendos. Esse resultado está em linha com outro trabalho empírico sobre Governança Corporativa e o desempenho das empresas listadas na Bovespa (FREIRE, RODRIGUES, LAGIOIA, MIRANDA e ARAÚJO, 2010), segundo o qual empresas com boas práticas de governança possuem maior LPA e são opções de investimentos de maior segurança.

7.4.2 Montante de pagamento de dividendos

Na subseção anterior vimos a estimação da propensão das empresas ao pagamento de dividendos. Resta-nos saber se o montante dos dividendos distribuídos é determinado pelos mesmos fatores. As regressões do modelo Tobit estimam a influência das variáveis independentes utilizadas sobre o pagamento de dividendos. O modelo Tobit foi estimado de maneira similar ao modelo Probit, para que pudessem ser comparados. Os resultados estão na Tabela 4.

Nos resultados das regressões Tobit, verifica-se que, diferente do modelo Probit, a variável *LPA* é positiva e significativa, sugerindo que um aumento no Lucro por Ação de uma empresa aumentaria o montante de dividendos distribuídos. A variável dependente defasada (*Lag Dep*) apresentou os mesmos resultados do modelo Probit, sugerindo que se a empresa pagou dividendos no período anterior, ela pagaria montantes maiores no ano corrente.

As interações *TAX2-LPA* e *TAX3-LPA* também estão alinhadas com o Probit, evidenciando que, nos períodos de tributação *TAX2* e *TAX3*, um aumento no Lucro por Ação aumentaria o montante distribuído em forma de dividendos.

A interação *TAX4-LPA* mostra que no período *TAX4*, onde havia tributação, haveria uma diminuição do montante distribuído, o que faz sentido por estar sob incidência de tributação.

Para o período *TAX5*, onde não há incidência de tributação, a interação *TAX5-LPA* sugere que um aumento no Lucro por Ação aumentaria também o montante distribuído, estando de acordo com a Teoria da Preferência Tributária.

Tabela 4: Montante do pagamento de dividendos: Tobit

VARIÁVEIS	REG3	REG4	REG5	REG6
LPA	0.0145*** [6.88]	0.0146*** [6.95]	0.0141*** [6.80]	0.0140*** [6.79]
Lag Dep	0.716*** [81.90]	0.718*** [82.17]	0.537*** [52.33]	0.536*** [52.29]
TAX2	-0.259* [-1.78]		-0.436*** [-3.13]	
TAX3	-0.0575 [-0.29]		-0.335* [-1.74]	
TAX4	0.201 [1.27]		0.00122 [0.01]	
TAX5	-0.246* [-1.94]		-0.316** [-2.48]	
TAX2-LPA	0.00913*** [3.08]	0.00752** [2.51]	0.00916*** [3.18]	0.00723** [2.48]
TAX3-LPA	0.0447*** [6.52]	0.0446*** [6.53]	0.0248*** [3.94]	0.0248*** [3.96]
TAX4-LPA	-0.0189*** [-4.76]	-0.0182*** [-4.56]	-0.0249*** [-6.21]	-0.0239*** [-5.92]
TAX5-LPA	0.0166*** [6.82]	0.0170*** [7.03]	0.0116*** [4.81]	0.0119*** [4.97]
ON	-0.125** [-2.34]	-0.107** [-2.01]	-0.278*** [-4.90]	-0.284*** [-5.02]
Estatais	-0.395*** [-4.12]	-0.473*** [-4.91]	-1.482*** [-7.36]	-1.555*** [-7.68]
JSCP	1.598*** [19.67]	1.857*** [21.55]	1.162*** [13.10]	1.345*** [13.84]
GOV	0.164* [1.70]	0.394*** [3.89]	0.501*** [4.10]	0.604*** [4.73]
GOV-LPA	0.100*** [2.98]	0.0890*** [2.69]	0.110*** [3.02]	0.109*** [2.99]
N	16099	16099	16099	16099
Pseudo r2	14%	14%	19%	0.1923
chi2	7735.9	7911.2	10753.3	10900.4
Efeito Ano	Não	Sim	Não	Sim
Efeito Setor	Sim	Sim	-	-

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Tobit com dados agrupados (*pooled*) e efeitos fixos, para a variável dependente DPA. Este regressando representa o montante de dividendos distribuídos. As regressões REG1 e REG2 representam a estimação com dados agrupados (*pooled*) e as regressões REG3 e REG4 representam as estimações com efeitos fixos. Foram inseridas *dummies* de ano (para as regressões sem as variáveis TAX_k) e de setor (não para efeitos fixos) para tentar capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável são mostrados os coeficientes e, entre colchetes, as estatísticas t.

***, ** e * representam os níveis de significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor.

De acordo com os resultados da variável *ON*, as empresas tendem a distribuir montantes menores para ações ordinárias, o que está de acordo com o esperado, uma vez que a legislação impõe um pagamento de dividendos no mínimo 10% maior para ações preferenciais, dentre outras exigências.

As variáveis *Estatais*, *JSCP* e *GOV* mostraram-se estatisticamente significativas, da mesma forma que no modelo Probit, sugerindo que empresas estatais pagam montantes menores em dividendos, empresas que distribuem *JSCP* distribuem montantes maiores via dividendos também e empresas com melhor práticas de governança distribuem montantes maiores.

Também de acordo com o Probit, a interação *GOV-LPA* sugere que o efeito Governança Corporativa aumenta o montante distribuído por empresas que tiveram um aumento em seu Lucro por Ação.

7.5 ROBUSTEZ DOS RESULTADOS

Seguindo o que usualmente é feito em trabalhos empíricos de finanças, foram feitos testes utilizando-se diferentes variáveis dependentes no modelo aplicado nesse estudo, com a finalidade de verificar se os resultados obtidos estão ou não sujeitos a problemas de especificidades dos modelos e das variáveis utilizadas.

Até agora os modelos utilizados, Probit e Tobit, foram estimados somente com a variável dependente *DPA* (*Dividendo Por Ação*). A fim de verificar a robustez dos resultados, foram utilizadas as variáveis *DVC* (*Dividendo/Valor Contábil*), que é a relação *DPA/VPA* (*Valor Patrimonial da Ação*), *Payout*, relação *DPA/LPA* e a variável *Yield*, a relação *DPA/Preço*.

Em seu estudo, Machado (2009) utiliza a relação *Dividendo Por Ação/Valor Patrimonial da Ação* para verificar a relevância dos dividendos com o valor patrimonial na valorização do preço das ações listadas na Bovespa, partindo da ideia proposta por Brief e Zarowin (1999).

Aqui se propõe a utilização desta relação, a variável *DVC* (*DPA/Valor Patrimonial da Ação*) e observa-se que os resultados permanecem os mesmos para quase todas as variáveis,

tanto para o modelo Probit como para o Tobit, sendo exceção os níveis de significância que variam de acordo com a variável dependente utilizada.

As outras duas variáveis dependentes utilizadas são o *Payout* e o *Yield*. Estas variáveis foram utilizadas como dependentes em um estudo sobre os determinantes do pagamento de dividendos (FERREIRA JUNIOR, MARTIN, NAKAMURA E BASTOS, 2010).

Para a variável dependente *Payout* a maior parte dos resultados permaneceu igual, tendo algumas mudanças nos níveis de significância, e especificamente a interação *TAX4-LPA* apresentou mudança de sinal.

A variável dependente *Yield* também manteve os resultados das demais variáveis praticamente constantes, apenas com alterações nos níveis de significância, na interação *TAX2-LPA* e para os períodos *TAX4* e *TAX5* no modelo Probit com efeitos fixos houve mudança de sinal.

Vale ressaltar que as variáveis dos períodos de tributação e dos níveis de governança corporativa não sofreram grandes alterações, dando suporte aos resultados encontrados com a variável dependente *DPA*.

As variáveis *ON*, *Estatais* e *JSCP* também mantiveram-se constantes sob o teste de robustez, dando suporte aos resultados anteriores. As Tabelas 5, 6 e 7 contêm os resultados das regressões estimadas com dados agrupados (*pooled*) e com efeitos fixos para as variáveis *DVC*, *Payout* e *Yield* respectivamente.

Tabela 5: Teste de Robustez – Variável dependente DVC

	Pooled				Efeitos Fixos			
	Tobit		Probit		Tobit		Probit	
LPA	0.000100 [1.64]	0.0000987 [1.63]	0.00145 [1.55]	0.00148 [1.58]	0.000100 [1.64]	0.0000969 [1.60]	0.00131 [1.31]	0.00129 [1.29]
Lag Dep	0.721*** [66.21]	0.729*** [66.95]	1.800*** [70.12]	1.807*** [69.23]	0.448*** [38.74]	0.453*** [38.92]	1.319*** [44.02]	1.339*** [43.96]
TAX2	-0.00530 [-1.30]		-0.280*** [-4.24]		-0.00682* [-1.80]		-0.224*** [-3.30]	
TAX3	0.00385 [0.70]		0.175** [1.97]		-0.00461 [-0.89]		0.107 [1.15]	
TAX4	0.00734* [1.65]		0.0607 [0.83]		0.00306 [0.73]		0.104 [1.37]	
TAX5	-0.00180 [-0.51]		-0.259*** [-4.47]		0.00646* [1.86]		-0.0966 [-1.52]	
TAX2-LPA	0.0000728 [0.88]	0.0000176 [0.21]	0.00189 [1.50]	0.00108 [0.84]	0.0000377 [0.46]	-0.0000254 [-0.31]	0.00135 [1.01]	0.000395 [0.29]
TAX3-LPA	0.000363** [2.20]	0.000365** [2.23]	0.0100*** [3.11]	0.0101*** [3.11]	0.000201 [1.19]	0.000200 [1.19]	0.00772** [2.35]	0.00768** [2.36]
TAX4-LPA	-0.0000190 [-0.17]	0.0000280 [0.24]	-0.00103 [-0.59]	0.000130 [0.07]	-0.000156 [-1.33]	-0.000104 [-0.88]	-0.00252 [-1.30]	-0.00127 [-0.64]
TAX5-LPA	0.000228*** [3.32]	0.000253*** [3.70]	0.00278*** [2.59]	0.00308*** [2.87]	0.000202*** [2.87]	0.000214*** [3.05]	0.00312*** [2.64]	0.00344*** [2.90]
ON	-0.00161 [-1.09]	-0.00100 [-0.68]	-0.000813 [-0.03]	0.00341 [0.13]	-0.00641*** [-4.23]	-0.00641*** [-4.26]	-0.134*** [-4.31]	-0.143*** [-4.55]
Estatais	-0.0189*** [-7.03]	-0.0217*** [-8.08]	-0.125*** [-2.62]	-0.184*** [-3.79]	-0.0451*** [-7.93]	-0.0455*** [-7.99]	-0.463*** [-4.27]	-0.536*** [-4.87]
JSCP	0.0574*** [25.25]	0.0653*** [27.39]	1.607*** [19.78]	1.719*** [21.15]	0.0495*** [20.67]	0.0543*** [20.94]	1.766*** [17.85]	1.860*** [18.87]
GOV	0.0126*** [5.05]	0.0201*** [7.76]	0.326*** [6.35]	0.514*** [9.30]	0.0184*** [5.80]	0.0202*** [6.09]	0.480*** [6.13]	0.636*** [7.69]
GOV-LPA	0.000708 [1.10]	0.000669 [1.09]	0.0642*** [3.20]	0.0637*** [3.15]	0.00133* [1.69]	0.00143* [1.79]	0.0557*** [2.61]	0.0576*** [2.66]
N	15359	15359	15359	15359	15359	15359	13667	13667
Pseudo r2	-185%	-192%	41%	42%	-283%	-2.8821	0.4405	0.4502
chi2	6617.8	6882.2	8619.9	8842.9	10118.9	10316.4	8302.8	8485.7
Efeito Ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Efeito Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	-	-	-	-

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit e Tobit com *pooled* e efeitos fixos, para a variável dependente DVC. Esta variável é a relação Dividendo por Ação/Valor Patrimonial da Ação. Os modelos Probit e Tobit estão representados para ambos os métodos *pooled* e efeitos fixos. Foram inseridas *dummies* de ano e de setor para tentar capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável são mostrados os coeficientes e, entre colchetes, as estatísticas t.

***, ** e * representam os níveis de significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 6: Teste de Robustez – Variável dependente *Payout*

	Pooled				Efeitos Fixos			
	Tobit		Probit		Tobit		Probit	
LPA	0.002**	0.00204**	0.0044***	0.0044***	0.00354***	0.00343***	0.00605***	0.00602***
	[2.53]	[2.56]	[4.25]	[4.25]	[3.82]	[3.74]	[4.40]	[4.39]
Lag Dep	0.407***	0.406***	1.855***	1.890***	0.172***	0.173***	1.371***	1.415***
	[29.02]	[29.03]	[69.86]	[69.18]	[12.52]	[12.65]	[43.80]	[43.85]
TAX2	-0.1568***		-0.352***		-0.182***		-0.384***	
	[-3.12]		[-5.10]		[-3.76]		[-5.21]	
TAX3	-0.0195		0.202**		-0.0841		0.108	
	[-0.29]		[2.20]		[-1.30]		[1.10]	
TAX4	0.0943*		0.0306		0.0626		0.0704	
	[1.74]		[0.41]		[1.20]		[0.87]	
TAX5	-0.065		-0.210***		0.0248		-0.104	
	[-1.49]		[-3.52]		[0.57]		[-1.53]	
TAX2-LPA	0.0022**	0.00147	0.00379**	0.00225	0.00293**	0.00181	0.00729***	0.00487**
	[2.01]	[1.32]	[2.50]	[1.49]	[2.26]	[1.40]	[3.68]	[2.44]
TAX3-LPA	0.0041*	0.00408**	0.0100**	0.0092**	0.00187	0.00196	0.00956*	0.00953*
	[1.95]	[1.96]	[2.04]	[2.04]	[0.78]	[0.82]	[1.94]	[1.95]
TAX4-LPA	0.0025	0.00315**	0.00407*	0.0043*	0.00191	0.00279	0.00651**	0.00692**
	[-1.59]	[2.02]	[1.79]	[1.86]	[1.03]	[1.51]	[2.18]	[2.30]
TAX5-LPA	0.0038***	0.004***	0.00287**	0.00295**	0.00341***	0.00358***	0.00724***	0.00722***
	[4.42]	[4.47]	[2.39]	[2.44]	[3.11]	[3.27]	[4.12]	[4.09]
ON	-0.034*	-0.0277	0.029	0.0316	-0.0811***	-0.0822***	-0.0855***	-0.0900***
	[-1.89]	[-1.55]	[1.09]	[1.18]	[-4.36]	[-4.43]	[-2.67]	[-2.78]
Estatais	-0.149***	-0.182***	-0.115**	-0.162***	-0.562***	-0.581***	-0.608***	-0.645***
	[-4.61]	[-5.62]	[-2.36]	[-3.23]	[-7.84]	[-8.07]	[-5.28]	[-5.50]
JSCP	0.66***	0.747***	1.197***	1.309***	0.445***	0.498***	1.296***	1.406***
	[24.77]	[26.43]	[20.14]	[21.47]	[15.77]	[16.00]	[17.67]	[18.53]
GOV	0.1104***	0.188***	0.0348*	0.196***	0.142***	0.171***	0.0533	0.175**
	[3.46]	[5.71]	[0.64]	[3.37]	[3.45]	[3.99]	[0.66]	[2.05]
GOV-LPA	0.0268**	0.0235**	0.304***	0.286***	0.0338***	0.0327**	0.340***	0.319***
	[2.50]	[2.30]	[11.59]	[10.71]	[2.67]	[2.58]	[10.34]	[9.54]
N	15192	15192	15192	15192	15192	15192	13433	13433
Pseudo r2	9%	10%	43%	45%	21%	22%	48%	49%
chi2	2694.11	2894.4	9116.52	9362.41	6437.9	6584.2	8893.6	9105.7
Efeito Ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Efeito Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	-	-	-	-

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit e Tobit com *pooled* e efeitos fixos, para a variável dependente *Payout*. Esta variável é a relação Dividendo por Ação/Lucro por Ação. Os modelos Probit e Tobit estão representados para ambos os métodos *pooled* e efeitos fixos. Foram inseridas *dummies* de ano e de setor para tentar capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável são mostrados os coeficientes e, entre colchetes, as estatísticas t.

***, ** e * representam os níveis de significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 7: Teste de Robustez – Variável dependente *Yield*

	Pooled				Efeitos Fixos			
	Tobit		Probit		Tobit		Probit	
LPA	0.0200*	0.0200*	0.00427**	0.00431**	0.0314***	0.0313***	0.00489**	0.00500**
	[1.85]	[1.89]	[2.28]	[2.30]	[2.86]	[2.92]	[2.42]	[2.49]
Lag Dep	0.549***	0.553***	1.549***	1.563***	0.305***	0.313***	0.852***	0.847***
	[40.84]	[41.32]	[41.08]	[40.24]	[21.60]	[22.20]	[18.16]	[17.48]
TAX2	-5.724***		-0.390***		-5.531***		-0.670***	
	[-8.67]		[-2.84]		[-9.00]		[-4.18]	
TAX3	-5.056***		0.0467		-5.860***		-0.485***	
	[-6.49]		[0.29]		[-8.03]		[-2.63]	
TAX4	-6.792***		-0.123		-7.711***		-0.611***	
	[-9.89]		[-0.87]		[-11.97]		[-3.65]	
TAX5	-6.518***		-0.458***		-6.804***		-0.915***	
	[-10.43]		[-3.46]		[-11.38]		[-5.75]	
TAX2-LPA	0.0139	0.0156	0.000849	0.000260	-0.00169	-0.00357	-0.00102	-0.00246
	[1.09]	[1.25]	[0.39]	[0.12]	[-0.13]	[-0.29]	[-0.44]	[-1.04]
TAX3-LPA	0.0283	0.0280	0.00845*	0.00844*	0.00695	0.00549	0.00463	0.00462
	[1.40]	[1.42]	[1.76]	[1.76]	[0.33]	[0.27]	[0.96]	[0.97]
TAX4-LPA	-0.00909	-0.00459	-0.00398	-0.00304	-0.0226	-0.0185	-0.00467*	-0.00332
	[-0.59]	[-0.30]	[-1.50]	[-1.13]	[-1.43]	[-1.20]	[-1.65]	[-1.16]
TAX5-LPA	0.0295**	0.0326***	0.00135	0.00138	0.0177	0.0228*	0.000392	0.000191
	[2.42]	[2.73]	[0.64]	[0.65]	[1.38]	[1.81]	[0.17]	[0.08]
ON	0.180	0.287	0.110***	0.135***	-0.497**	-0.381*	-0.0696	-0.0492
	[0.90]	[1.47]	[2.66]	[3.19]	[-2.26]	[-1.76]	[-1.20]	[-0.83]
Estatais	-0.0291	-0.449	-0.0128	-0.0607	-2.416***	-2.728***	-0.122	-0.207
	[-0.09]	[-1.38]	[-0.18]	[-0.85]	[-3.37]	[-3.84]	[-0.79]	[-1.32]
JSCP	3.308***	4.337***	1.583***	1.712***	1.856***	3.189***	1.671***	1.822***
	[12.76]	[15.97]	[14.48]	[15.32]	[6.54]	[10.25]	[12.72]	[13.35]
GOV	-0.588*	0.367	0.241***	0.414***	-0.933**	0.270	0.331***	0.504***
	[-1.90]	[1.16]	[3.43]	[5.39]	[-2.40]	[0.66]	[2.96]	[4.14]
GOV-LPA	0.176*	0.158*	0.0666**	0.0608**	0.206*	0.216**	0.0459	0.0420
	[1.84]	[1.78]	[2.55]	[2.32]	[1.93]	[2.05]	[1.61]	[1.44]
N	7596	7596	7596	7596	7596	7596	6166	6166
Pseudo r2	6%	7%	36%	37%	11%	11%	39%	41%
chi2	2466.5	2766.4	3427.5	3575.6	4382.1	4645.8	3105.6	3276.9
Efeito Ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Efeito Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	-	-	-	-

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit e Tobit com *pooled* e efeitos fixos, para a variável dependente *Yield*. Esta variável é a relação Dividendo por Ação/Preço por Ação. Os modelos Probit e Tobit estão representados para ambos os métodos *pooled* e efeitos fixos. Foram inseridas *dummies* de ano e de setor para tentar capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável são mostrados os coeficientes e, entre colchetes, as estatísticas t.

***, ** e * representam os níveis de significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou analisar a influência da tributação e da Governança Corporativa sobre a política de dividendos das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Uma característica inovadora do trabalho foi a tentativa de analisar o pagamento de dividendos tendo em vista a tributação e as melhores práticas de Governança Corporativa, propostas a partir de 2001, através dos métodos Probit e Tobit.

De modo geral, acredita-se que a pesquisa conseguiu atingir o objetivo geral e os objetivos específicos propostos. As interações entre os períodos de tributação (*TAX*) e o Lucro Por Ação (*LPA*) apontam para a confirmação da teoria da Preferência Tributária, mostrando que, de maneira geral, as companhias procuram maximizar a riqueza dos acionistas distribuindo mais lucros via dividendos quando a tributação incidente é menor, e menos lucros quando a tributação incidente é maior.

A variável *GOV* e a interação *GOV-LPA*, mostram que a Governança Corporativa influencia a política de dividendos das companhias. Os coeficientes das duas variáveis foram positivos e estatisticamente significativos em todos os modelos, apontando para um efeito positivo da Governança Corporativa sobre as políticas de dividendos, ou seja, empresas listadas em algum nível de Governança Corporativa (Nível I, Nível II ou Novo Mercado) tendem a pagar mais dividendos.

Também foi possível verificar as diversas modificações ocorridas na legislação brasileira a respeito da distribuição de lucros e das melhores práticas de Governança Corporativa. Os resultados da variável *ON* mostram que as ações ordinárias tendem a distribuir menos dividendos, o que está de acordo com as exigências da legislação vigente.

Desde 1986 a 2011 o mundo passou por muitas situações econômicas diferentes, causadas pelos mais diversos fatores. Com o Brasil não foi diferente, e o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais vivenciado pelo país na última década também pode ter causado mudanças significativas na forma como as empresas gerenciam suas políticas de dividendos.

O cenário brasileiro é particularmente ideal para o estudo das políticas de dividendos das companhias, pois teve sua legislação tributária alterada diversas vezes, deixando as

companhias hora sob tributação, hora livres de tributação, criando um ambiente favorável para verificar se a tributação de fato afeta a forma como as companhias distribuem seus lucros.

A introdução da Governança Corporativa, a partir do ano de 2001, também tem um papel importante na forma como as companhias são administradas. A partir das melhores práticas propostas pela Governança Corporativa, as companhias que adotaram estas práticas deveriam ser mais transparentes, o que também acaba influenciando as políticas de dividendos das companhias, conforme previsto pela teoria da agência.

Sendo assim, é possível e interessante observar que parece existir uma tendência na política de dividendos das empresas. A maior distribuição de proventos em períodos onde a tributação foi menor, e a menor distribuição quando a incidência de tributação foi maior, a tendência das companhias distribuírem menos dividendos via ações ordinárias, das companhias estatais distribuírem menos dividendos do que companhias privadas e a distribuição de Juros Sobre Capital Próprio juntamente com dividendos, são características das companhias que fizeram e fazem parte da Bovespa durante todo o período analisado.

Os resultados encontrados sobre Governança Corporativa sugerem que companhias utilizadoras das melhores práticas sugeridas pelos mercados Nível I, II e Novo Mercado, onde há maior transparência, possuem maior probabilidade de distribuírem dividendos e os montantes distribuídos são maiores. O assunto Governança Corporativa está recebendo cada vez mais a devida atenção, e pode ser objeto de pesquisas futuras mais específicas.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. **Payout policy**. Social science research network Electronic Library, Working Paper, Abr 2002. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0121.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2012.
- AMIHUD, Yakov; MURGIA, Mauricio. Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany. **Journal of Finance**, v. 52, n.1, mar. 1997.
- BALTAGI, B. H. **Econometrics**. 2. ed. Berlim: Springer, 1999.
- BELLATO, L. L. N; SILVEIRA, A. D. M; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. Anais eletrônicos. Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-2274.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2012.
- BENARTZI, Solomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past? **Journal of Finance**, v. 52, p.1007-1034, 1997.
- BENETTI, C.; DECOURT, R. F.; TERRA, P. R. S. The practice of corporate finance in an emerging market: preliminary evidence from the Brazilian survey. **Annual Meeting of the Financial Management Association**. Orlando, 2007.
- BERNSTEIN, Peter L. Dividends: The Puzzle. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n.1, p.16-22, abr./jun. 1996.
- BERTUCCI, J. L. de O.; BERNARDES, P.; BRANDAO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração (São Paulo)**, São Paulo, v. 41, n. 2, jun. 2006. Disponível em <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072006000200006&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em 24 abr. 2012.
- BLACK, B. S.; KIM, W.; JANG H.; PARK, K. How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. Working paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=844744>>. Acesso em: 29 dez. 2012.
- BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**. Vol. 2, n. 2, p. 5-8, winter, 1976.
- BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout Policy in Brazil: Dividends versus Interest on Equity. **Anais do 10º Encontro Brasileiro de Finanças (X EBFIn)**. São Paulo, 2010.
- BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, Diário Oficial da União, art.1 a 10, 31 out. 2001.
- _____. Congresso Nacional. **Lei n.º 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, Diário Oficial da União, art. 1 a 300, 15 dez.1976.

_____. Congresso Nacional. **Lei n.º 7.713**, de 22 de dezembro de 1988. Altera a legislação do imposto de renda e da outras providencias. Brasília, Diário Oficial da Republica Federativa do Brasil, art. 2.º e 3.º, 22 dez. 1988.

_____. Congresso Nacional. **Lei n.º 8.383**, de 30 de dezembro de 1991. Institui a Unidade Fiscal de Referencia, altera a legislação do imposto de renda e da outras providências. Brasília, Diário Oficial da União, 31 dez.1991.

_____. Congresso Nacional. **Lei n.º 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 124 liquido e da outras providencias. Brasília, Diário Oficial da Republica Federativa do Brasil, art.1.o a 36, 26 dez.1995 [BRASIL, 1995a].

_____. Congresso Nacional. **Lei n.º 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, Diário Oficial da União, 28 dez. 2007.

_____. Congresso Nacional. **Lei n. 11.941**, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto no 70.235, de 6 de março de 1972, ... , e dá outras providências. Brasília, Diário Oficial da União, 28 dez. 2007.

_____. Presidência da Republica. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Decreto-Lei n.º 1.598**, de 26 de dezembro de 1977. Altera a legislação do imposto sobre a renda. Brasília, Diário Oficial da Republica Federativa do Brasil, art. 31, 26 dez.1977.

_____. Presidência da Republica. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei n.º 8.981**, de 20 de janeiro de 1995. Altera a legislação tributaria Federal e da outras providencias. Brasília, Diário Oficial da União, art. 21, 20 jan.1995 [BRASIL, 1995].

_____. Presidência da Republica. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei n.º 9.532**, de 10 de dezembro de 1997. Altera a legislação tributaria federal e da outras providencias. Brasília, Diário Oficial da União, art. 23, §1.º, 10 dez. 1997.

_____. Presidência da Republica. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Decreto n.º 2.673**, de 16 de julho de 1998. Dispõe sobre o pagamento, pelas empresas estatais, federais, de dividendos ou de juros sobre o capital próprio. Brasília, Diário Oficial da União, art. 1 a 8, 16 jul.1998.

_____. Secretaria da Receita Federal. **Instrução Normativa SRF n.º 012**, de 10 de fevereiro de 1999. Dispõe sobre os juros pagos ou creditados a titulo de remuneração do capital próprio, e da outras providencias. Brasília, Diário Oficial da União, 12 fev.1999. [BRASIL, 1999].

_____. Secretaria da Receita Federal. **Instrução Normativa SRF n.º 011**, de 21 de fevereiro de 1996. Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano calendário de 1996. Brasília, Diário Oficial da União, 22 fev.1996.

_____. Senado Federal. Subsecretaria de Informações. **Decreto-Lei n.º 2.627**, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre a sociedade anônima ou companhia cujo funcionamento depende de autorização do governo, sociedades anônimas ou companhias nacionais e

estrangeiras. Brasília: Diário Oficial da Republica Federativa do Brasil, art. 59 a 73, 13 dez.1940.

BRIEF, Richard P.; ZAROWIN, Paul. The Value Relevance of Dividends, Book Value and Earnings – Sep 1999 Stern School of Business, **New York University Dept. of Accounting** Working Paper No. 99-3. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173629>. Acesso em: 21 jan 2013.

BRIGHAM, Eugene F. e EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução: José Nicolas Albuja Salazar e Suely Sonoe Murai Cucci. 10 ed. São Paulo: Thomson, 2006.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRITO, N.; RIETTI, R. Efeito clientela, níveis marginais de taxação e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração**, n. 16, p. 33-46, 1981.

BRITO, R.; SILVA, J. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, São Paulo. **Anais...**São Paulo, 2003.

BROCKMAN, P.; UNLU, E. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. **Journal of Financial Economics**, vol. 92, n.2, pp. 276-299, 2009.

CARLSSON, R. H. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. Chichester: John Wiley & Sons, 2001.

CIOFFI, P. L. de M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. **XIII SemeAd – Seminários em Administração**. Setembro de 2010. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/65.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

CORREIA, Laise F.; AMARAL, Hudson F. O impacto da politica de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In: XXVI ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIACAO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE POSGRADUACAO EM ADMINISTRACAO, **Anais...** set. 2002.

COSTAMARQUES, Maria Conceição da; CONDE, Maria de Fatima Travassos. **Teoria da sinalização e agência**. Revisores & Companhias, jul./set. 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D.D. Estudo dos modelos Trade-off e Pecking Order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 10, n. 6, nov./dez. 2009. Disponível em: <<http://www3.mackenzie.br/editora/index.php/RAM/article/view/744/1328>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

DENIS, David J.; OSOBOV Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, jul. 2008. Disponível em:

<<http://dx.doi.org.ez45.periodicos.capes.gov.br/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>>. Acesso em: 12 abr. 2012.

DHILLON, Upinder S.; JOHNSON, Herb. The effect of dividend changes on stock and bond prices. **The Journal of Finance**, v. 49, n.1, p. 281-189, mar.1994.

DHILLON, Upinder S.; RAMAN, Kartik; RAMIREZ, Gabriel O. **Analyst's dividend forecasts and dividend signaling**. Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=420782>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

DIAS, Adriana. Impactos positivos da nova Lei das Sociedades Anônimas. Empreendedor. 15 fev. 2008. Disponível em: <<http://www.empreendedor.com.br/content/impactos-positivos-da-nova-lei-das-sociedades-an%C3%B4nimas>>. Acesso em: 23 abr. 2012.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. **The Journal of Finance**, V. 60, n. 3, p. 1461-1493, June 2005.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **American Economic Review**, p. 221-230, Sept.1984.

ELTON, E.; GRUBER, M.; BLAKE, C. Marginal Stockholder Tax Effects and Ex-Dividend-Day Price Behavior: Evidence From Taxable Versus Nontaxable Closed-End Funds. **Review of Economics and Statistics**, August 2005, v. 87, n. 3, p. 579-586.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 2, p.68-74, May 1970.

FAMA, E.; FRENCH, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FAMA, E.; FRENCH, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, jan.2002. Disponível em: <<http://rfs.oxfordjournals.org.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/15/1/1.full.pdf+html>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

FAMA, E.; MACBETH, J. Risk, return and equilibrium: empirical tests. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, n. 3, Maio/Jun. 1973. Disponível em: <<http://www.jstor.org.ez45.periodicos.capes.gov.br/stable/1831028>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

FERREIRA JUNIOR, W. O.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Facef Pesquisa**. Franca, v. 13, n. 2, mai./ago. 2010. Disponível em: <http://legacy.unifacef.com.br/facefpesquisa/2010/nr2/vol13_nr02_art03.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2012.

FIGUEIREDO, A. C. **Dividendos e lucros futuros**. In: ASSEMBLEIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DOS DECANOS DE ESCOLA DE ADMINISTRACAO – CLADEA, Porto Alegre, 2002.

FIRMINO, Adilson L.G.; SANTOS, Alex G.Q.; MATSUMOTO, Alberto, S. **Dividendos interessam?** Uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos

na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002). In: IV ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, jul. 2004.

FORTI, C. A. B.; SCHIOZER, R. F. **Do Brazilian banks use dividends for signaling?** XI Encontro Brasileiro de Finanças. Junho de 2011. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/11EBF/paper/viewFile/2658/1242>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

FREIRE, D. R.; RODRIGUES, R. N.; LAGIOIA, U. C. T.; MIRANDA, L. C.; ARAÚJO, D. M. D. C. Governança Corporativa e a crise financeira: Um estudo sobre o comportamento de empresas do setor de energia que possuem boas práticas de governança corporativa em momentos de turbulência. **Registro Contábil**, v. 1, n. 1, set./dez. 2010. Disponível em: <<http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/167/150>>. Acesso em: 07 dez. 2012.

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 – USP**, São Paulo, v. 20, n. 49, jan./abr. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v20n49/04.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

GAO, Feng; SONG, Fengming; ZHANG, Xiang. The Unique Role of Cash Dividends: Evidence from the Volatility of Stock Returns. **Social Science Research Network**. Working Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1963022>>. Acesso em: 12 abr. 2012.

GARCIA, André L.G.; BUGARIN, Mauricio S. **Incentivos para os administradores de companhias estatais: o papel dos dividendos mínimos obrigatórios e o desenho ótimo de salários.** In: I ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, jul.2001.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GONZAGA, R. P.; DA COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, vol. 20, núm. 50, agosto, 2009.

GONZALEZ, Patrícia Gonzalez. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras**, São Paulo, v. 10, n.19, p. 70-81, set./dez.1998.

GORDON, M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**. Cambridge: Harvard, v. 41, n. 2, 1959. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1927792>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**. American Finance Association, v. 18,n.2, maio, 1963. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2977907>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, New York: The American Finance Association, v. 18, n. 2, p. 264-272, maio, 1963.

GORDON, Roger; DIETZ, Martin. Dividends and Taxes. **National Bureau of Economic Research**, Jun 2006. Working Paper. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12292>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C.R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Rochester: The University of Rochester, v. 60, n. 1-2, May 2001.

HARRIS, M; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HAWLEY, J.P.; WILLIAMS, A.P.. The rise of fiduciary capitalism: how institutional investors can make corporate America more democratic. Philadelphia: **University of Pennsylvania Press**, 2000b.

HAUER, Geroldo Augusto; MAZETO, Jorge. Lei 11941: sociedades anônimas também contempladas na Lei 11.941. *Gazeta do povo*, 20 jul. 2009. Disponível em: <<http://www.gazetadopovo.com.br/colunistas/conteudo.phtml?tl=1&id=906917&tit=Sociedades-anonimas-tambem-contempladas-na-Lei-11941>>. Acesso em: 14 abr. 2012

HILL, Carter R; GRIFFITHS, William E. Griffiths; JUDGE, George G. **Econometria**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2003.

HSIAO, C. **Analysis of Panel Data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 24 abr. 2012.

JENSEN, M. C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v.76, n.2, May 1986. Disponível em: <<http://www.jstor.org.ez45.periodicos.capes.gov.br/stable/1818789>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior. Agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

JOHN, Kose; WILLIAMS, Joseph. Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, Sept. 1985.

KARI, Seppo; KARIKALLIO Hanna; PIRTILA, Jukka. The Impact of Dividend Taxation on Dividends and Investment: New Evidence Based on a Natural Experiment. **CESifo Group Munich**, ago. 2009. Working paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1458882>>. Acesso em: 12 abr. 2012.

LAMB, R. **Governança corporativa: arena e contexto**. In XVI Congresso da Abamec, 16. São Paulo, Anais, 2000.

LIBONATI, J. J.; LAGIOIA, U. C. T.; MACIEL, C. V. Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18, 2008, Gramado. **Anais...** Gramado: 2008. p. 1-16.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends retained earnings, and taxes. **American Economic Review**. Menasha: The American Economic Association, v. 46, n. 2, Maio, 1956. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1910664>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

_____. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**. Cambridge: Harvard University, v. 44, n. 3, Ago. 1962. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1926397>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset price: theory and evidence. **Journal of Financial Economics**. North-Holland, v. 7, p. 163-195, June 1979.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, Universidade de São Paulo. São Paulo: Comemorativa. Ano XIV, p. 39-53, out. 2003.

MACHADO, A. **A relevância dos dividendos e do valor patrimonial com base nos números contábeis; Um estudo nas empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2009. 253f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MADDALA, G. S. **Introdução à econometria**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2003.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre políticas de dividendos? **RAE**. São Paulo, v. 52, n. 1, jan./Fev. 2012. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902012000100002.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2012.

MARTINS, I. G. da Silva. A constitucionalização de déficit público. **Jus Navigandi**, Teresina, a.3, n.29, mar. 1999. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/1930/a-constitucionalizacao-do-deficit-publico>>. Acesso em: 13 abr. 2012.

MARTINS, T. C.; **Leis de dividendo mínimo obrigatório protegem acionistas minoritários?** Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Rio de Janeiro, 2010.

MARTINS, T. C.; NOVAES, W. Mandatory dividend rules: do they make harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 953-967, Sept 2012.

MICHAELY R.; BRAV, A.; GRAHAM, J.; HARVEY, C. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, June 2004.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of Business**, v.34, p.411-433, Oct. 1961.

NAKAMURA, W. T. *et al.* Determinant factors of capital structure in the Brazilian market – an analysis of the regression with data covering the period from 1999 to 2003. **Revista Contabilidade e Finanças**, n. 44, pp. 72-85, 2007.

NESS Jr., Walter L; ZANI, Joao. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 36, n. 2, abr./jun. 2001.

NISSIM, Doron; ZIV, Amir. Dividend changes and future profitability. **Journal of Finance**, n. 56, p. 2111-2133, 2001.

NOSSA, Valcemiro; LOUSADA Luiz C.; ZATTA, Fernando N.; FREIRE, Hercules V.L. **Dividendos e lucros anormais: um estudo nas companhias listadas na Bovespa**. In: III ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, jul. 2003.

NOVIS Neto, Jorge A.; SAITO, Richard. **Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro**. In: XXVI ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIACAO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE POS-GRADUACAO EM ADMINISTRACAO, set.2002.

PAREJA, I. V.;FRANCO, J. B. Cost of capital when dividends are deductible. **Revista Brasileira de Finanças**. Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, set. 2011. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/3037/2271>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

PASUCH, D. F.; **Política de dividendos e tributação no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS. Rio Grande do Sul, 2006.

PEROBELLI, F. F. C.; ZANINI, A.; SANTOS, A. B. dos. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. **RAE**. São Paulo, v. 49, n. 2, abr./jun. 2009. Disponível em <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902009000200002.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2012.

PIMENTA, D. P.;BORSATO, J. M. L.;RIBEIRO, K. C. de S. Desenvolvimento legal da contabilidade: análise do lucro passível de distribuição na Cia. Vale do Rio Doce.In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE,18. , 2008, Gramado. **Anais...** Gramado: 2008. p. 1-11.

POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. de. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo, n. 21, n. 53, mai./ago. 2010. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v21n53/02.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

PROCIANOY, Jairo Laser. **A política de dividendos e o preço das ações**. Manuscrito inédito, 2005.

_____. Dividendos e tributação: o que aconteceu apos 1988-1989. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.

PROCIANOY, Jairo Laser; CASELANI, Cesar N. Emissão de ações: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro? **Revista Brasileira de Administração Contemporânea – Anais do 19.º Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**. Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, v. 1, n. 2, p. 175-191, 1995.

PROCIANOY, Jairo Laser; HEINEBERG, Ricardo. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das companhias com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIACAO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, set. 2003.

PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz T. C. A Política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Companhias**, v. 33, n. 4, jul/ago.1993.

PROCIANOY, Jairo Laser; SNIDER, H. K. "Tax changes and dividend payouts: in shareholders' wealth maximized in Brasil? In: THE EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION'S 4TH ANNUAL CONFERENCE, London, 29th June 1994, 32 p.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo dos Santos. Dividends clientele, new insights and new questions: the Brazilian case. **RAE eletrôn.** V. 8, n.1, jan/jun 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1676-56482009000100002>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. de SOUZA; SECURATO, J. R. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: Um estudo de carteiras. **Facef Pesquisa**. Franca, v. 10, n. 2, 2007. Disponível em: <<http://legacy.unifacef.com.br/revistas/index.php/facefpesquisa/article/viewFile/96/161>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

RAMOS, Cleber Fagundes. **A influência da tributação sobre o retorno das ações em função da distribuição de dividendos feita pelas companhias negociadas na Bovespa**: um estudo do mercado brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 1997.

ROMON, Frederic. **Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market**. Working Paper. França: Universite de Valenciennes, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=234149>>. Acesso em: 11 abr. 2012.

ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-40, spring 1977.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, J. O. dos, XAVIER, Moacir. Análise da relação entre o preço de mercado das ações ordinárias e as políticas de investimento, financiamento e dividendos – um estudo de caso da Petrobras, da Companhia Brasileira de Distribuição, do Bradesco e da Walmart. **Gestão & Regionalidades**. **Gestão & Regionalidade**. São Caetano do Sul, v. 25, n. 75, set./dez. 2009. Disponível em: <http://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/viewFile/204/114>. Acesso em: 11 abr. 2012.

SCOTT, J. **Corporate business and capitalist classes**. Oxford: Oxford University Press, 1997.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. **Journal of Finance**, Cambridge, v.52, n.2, p.737-783, June 1997.

SILVA, A. L. C da.; Governança corporativa, valor, alavancagem, e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 39, n. 4, out./nov./dez., 2004.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 205f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

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

SPENCE, M. Job Market signaling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, p. 355-379, Aug. 1973.

SOUZA, Martelene Carvalhaes Pereira e. Legislação tributária e novos padrões contábeis: Lei n. 11.941/09. ADEMI-RJ out. 2009. Disponível em: <http://ademi.webtexto.com.br/article.php3?id_article=33106>. Acesso em: 13 abr. 2012.

SROUR, G.; Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. **RBE**, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbe/v59n4/a06v59n4.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2012.

TRUONG, T.; HEANEY, R. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 47, pp.667-687, 2007.

VOJTECH, Cindy M.; The Relationship Between Information Asymmetry and Dividend Policy. **FEDS Papers**. Working Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2051018>>. Acesso em: 12 abr. 2012.

WOOLDRIDGE, J. **Econometric analysis of Cross-Section and Panel Data**. London: The MIT Press, 2002.

WOOLDRIDGE, J. **Introductory Econometrics**. 2nd edition, USA: Thomson, 2003.