

PROPENSÃO A PAGAR DIVIDENDOS NO BRASIL¹

PROPENSION TO PAY DIVIDENDS IN BRAZIL

Luiz Mauricio Moreiras²

Fabio Gallo Garcia³

Elmo Tambosi Filho⁴

RESUMO: A informação é vital para garantir a harmonia entre as partes constituintes do mercado de capitais. O valor da informação, base para o conhecimento, é reconhecida e apreciada por todos no mundo contemporâneo. Embora cada indivíduo a interprete de maneira impar, o acesso a esta se faz imperativo para um funcionamento mais eficiente e equânime dos mercados. Uma forma de prover informação ao mercado é através da política de dividendos. Segundo o argumento da teoria da sinalização, a política de dividendos forma um canal de comunicação da empresa com o mercado, onde os administradores fornecem sinais que atenuariam a assimetria de informação. O presente trabalho observa essa dinâmica testando a importância da comunicação via dividendos. Fundamentada na metodologia criada por Fama e French mostrou-se que a evolução dos dividendos no Brasil é oposta à EUA e Inglaterra. Pois no Brasil não se notou uma diminuição como nos demais países.

PALAVRAS-CHAVE: Política de dividendos, teoria de sinalização, informação assimétrica.

ABSTRACT: *The information is vital for ensuring harmony among the constituent parts of the capital market. The value of the information, the knowledge's base, is recognized and appreciated by all in the contemporary world. While each individual has his own interpretation, access to it is imperative for a more efficient and fair functioning of markets. One way to providing information to the market is through the policy of dividends. According to the argument of the theory of signaling, the policy of dividend form a channel of communication, where administrators will provide signals that could mitigate the asymmetry of information. This paper notes that dynamic by testing the importance of dividends communication. Based on the methodology created by Fama and French, were showed that the evolution of dividends in Brazil is opposed to the U.S. and England. Because in the brazilian's market is not noted a decline as in other countries.*

KEYWORDS: *Dividends policy, signaling theory, Asymmetric Information.*

¹ Artigo Recebido em 23.10.2008. Revisado por pares em 14.07.2009. Recomendado em 16.10.2009 por Leomar dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em 18.12.2009.

Organização Responsável pelo periódico: Universidade regional de Blumenau – FURB – www.furb.br/rn

² Fundação Getúlio Vargas - luiz.moreira@bcb.gov.br

³ Fundação Getúlio Vargas - fagallo@sp.gov.br

⁴ Pontifícia Universidade Católica - São Paulo - elmotf@hotmail.com

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos, desde o trabalho seminal de Lintner (1956), é tema de infundáveis análises. Este interesse é devido ao duplo caráter dessa variável, ora atuando internamente através das políticas de desenvolvimento e crescimento da empresa; ora agindo como canal de comunicação da empresa com o mercado, segundo o argumento da teoria da sinalização. Uma das vertentes de estudo que mais prosperaram tem por base o diálogo entre a empresa e seus acionistas.

Entretanto, Fama e French (2001) realizaram um teste cujo resultado apontou para diminuição da importância dos dividendos, mais propriamente, apontou para uma diminuição no número de empresas que utilizam desse expediente como forma de remunerar seus acionistas.

Segundo tais autores, esse resultado tem origem em dois fenômenos: primeiro, as novas empresas no mercado acionário possuem características de empresas com baixa propensão a pagar dividendos (firmas menores e com alto potencial de crescimento). Com a entrada das novas empresas, o mercado acionário como um todo mudou, aproximando-se das características citadas, que por sua vez diminui a probabilidade em pagar dividendos. O segundo fator observado é que as empresas estão menos propensas a pagar dividendo. Mesmo controlando os fatores importantes na decisão de pagar dividendo (tamanho da firma, oportunidade de crescimento, dívida, lucratividade) foi constatada uma queda relevante no número de empresas que realiza distribuição de lucros via dividendo.

Em 2004, os autores Baker e Wugler atualizaram o estudo supracitado, cujo resultado não difere de modo significativo daquelas obtidos por Fama e French (2001). Contudo eles responsabilizaram os investidores pela queda no uso de dividendos. Após uma série de testes os autores chegam à conclusão de que a diminuição no uso dos dividendos pode ser atribuída ao esfriamento na demanda por esse instrumento. Logo os administradores não utilizaram esse dispositivo, uma vez que ele não era mais almejado.

A predileção dos acionistas por formas alternativas de remuneração está ligada à maneira como são tributados os dividendos no mercado acionário americano. Como a carga tributária que incide sobre os dividendos é maior do que outras formas remuneração, pode-se inferir que a tributação é a razão da queda na demanda por dividendos. Como nos diz o artigo de Fama e French:

Dividends have long been an enigma. Since they are taxed at a higher rate than capital gain, the common presumption is that dividends are less valuable than capital gain. In this view, firms that pay dividends are at a competitive disadvantage since they have a higher cost of equity than firms that do not pay. (Fama e French 2001;4)

Ferris et ali (2006) replicaram o estudo de Fama e French (2001) para o Reino Unido. Unidos da premissa de que ambos os mercados eram similares, os pesquisadores esperavam

encontrar o mesmo efeito notado por Fama e French. No entanto, o efeito percebido no Reino Unido é bastante diferente. Primeiramente, a diminuição no uso de dividendos no mercado americano é mais marcante, bem mais forte daquela observada no mercado inglês. Outra diferença se encontra nos anos em que a diminuição no uso dos dividendos ocorre. No Reino Unido tal efeito surgiu apenas em períodos mais recentes (1998 a 2002) da amostra, em contraste com mercado americano cuja diminuição vem desde o final da década de 70.

1.1. Objetivo do Trabalho

O presente trabalho estuda as práticas acerca da política de dividendos das corporações brasileiras. Para tanto é analisada e quantificada a dinâmica da propensão em pagar dividendos por parte das empresas nacionais. Os testes usados são, em grande parte, idênticos aos realizados no mercado dos EUA e do Reino Unido, o que possibilita a comparação entre os mercados. Não obstante, foram implementados testes distintos cujo objetivo é de quantificar de modo mais rigoroso a propensão das firmas em pagar dividendo.

Existe um número considerável de trabalhos sobre política de dividendos no Brasil (Neto e Saito 2002, Heineberg e Procianoy 2003 e Assaf Neto 2005). Tais estudos, entretanto, não abrangem a questão de como evoluiu a distribuição de dividendos no mercado nacional.

Foi observado no mercado nacional, em conformidade com a teoria e com os demais mercados, que as principais variáveis que influenciam o pagamento de dividendos são: tamanho, lucro e potencial de crescimento. As empresas que pagam dividendos costumam ser maiores e mais lucrativas que as empresas que não distribuem renda aos acionistas dessa forma. Os resultados obtidos também sugerem uma relação inversa dos dividendos com a oportunidade de investimento, ou seja, firma com alto potencial de crescimento tende a pagar menos dividendos.

Esse estudo também testou a dinâmica da propensão em pagar dividendos. No Brasil, entretanto, a redução no uso de dividendos não foi observada. Os dados sugerem um aumento não significativo no uso desse instrumento. Diferentemente ao observado nos EUA e no Reino Unido, as empresas nacionais estão mais dispostas a pagar dividendos. Tal assertiva vem ao encontro do raciocínio tributário, pois no Brasil os dividendos não são tributados.

2. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra utilizada é composta pelas ações mais negociadas, segundo critério de liquidez da BOVESPA, de empresas de capital aberto listadas da bolsa de São Paulo (BOVESPA). O período observado abrange os anos entre 1996 e 2006, e apresenta um total de 317 empresas. O período de análise coincide com os anos pós-plano Real (julho de 1994), visando com isso mitigar problemas de troca de moeda e choques econômicos que criam inconsistências às séries históricas brasileiras.

A distribuição das empresas entre os setores pode ser conferida na tabela 1, onde se tem a predominância de empresas do setor de energia elétrica (12%), seguido pelo ramo de siderurgia e metalurgia (9%). Porém a amostra é bem diversificada englobando de maneira realista os diversos setores da economia nacional.

Tabela 1. Setores de atuação das empresas.

Ramo de Atividade	n° Empresas	Ramo de Atividade	n° Empresas
Agro e Pesca	3	Papel e Celulose	7
Alimentos e Bebidas	19	Petróleo e Gas	8
Comércio	12	Química	15
Construção	18	Siderur & Metalur	31
Eletroeletrônicos	8	Software e Dados	3
Energia Elétrica	40	Telecomunicações	17
Fundos	2	Textil	27
Máquinas Indust	4	Transporte Serviços	13
Mineração	6	Veiculos e peças	18
Minerais não Met	4	Outros	62

Fonte: Economática, 2007.

A principal fonte de dados empregada foi a Economática, pois a maior parte das informações usadas neste trabalho foi retirada desse banco de dados. A única exceção são as informações referentes à data da abertura de capital (IPO) das empresas, cujos dados usados foram dos sites da Bovespa e CVM. Entre os anos de 2004 e 2006 a informação da data do IPO foi retirada da Bovespa, de 1998 a 2003 os dados foram coletados da CVM. Os dois últimos anos da amostra, as datas de IPO foram extraídas do Economática.

O primeiro filtro imposto ao banco de dados foi a exclusão de empresas financeiras. Este procedimento é padrão em estudos referentes a dividendos, uma vez que essas instituições são reguladas não apenas pela CVM, mas também pelo Banco Central e obedecem as diretrizes do Acordo da Basileia. Desta forma, o modo como os dividendos são distribuídos para tais grupos divergem das demais empresas.

As empresas remanescentes foram separadas em diversos grupos conforme suas políticas de dividendos:

- a) Paga - a firma é definida como pagadora se no ano “t” ela distribuiu dividendos.
- b) Não paga - a firma é definida como não pagadora se no ano “t” ela não distribuiu dividendos.
- c) Já pagou – a firma é assim definida se no ano “t” ela não pagou dividendos, porém já havia distribuídos em anos anteriores.
- d) Nunca – a firma é assim definida se ela não distribuiu dividendos em todo período de análise.

e) Novas – A firma é chamada de nova no ano “t” se ela abriu seu capital entre os meses de janeiro e dezembro deste mesmo ano “t”.

3. SERIE TEMPORAL DOS DIVIDENDOS

A evolução temporal do comportamento das empresas divididas pelos subgrupos proposto permite o início da nossa análise. A figura 1 apresenta a evolução percentual dos subgrupos. A tendência do comportamento das firmas brasileiras observada na figura abaixo revela uma estabilidade, ou seja, não foi notada nenhuma grande alteração entre os grupos.

As empresas que distribuem dividendos oscilaram, por todo período da amostra, entre 47% e 56%. Entretanto, ocorreu um decréscimo de quase 6% no subgrupo das companhias que pagam dividendos. Comportamento similar também foi observado nas empresas que não pagam dividendos. A mesma oscilação pode ser observada na figura, que mostra a ausência de uma tendência clara.

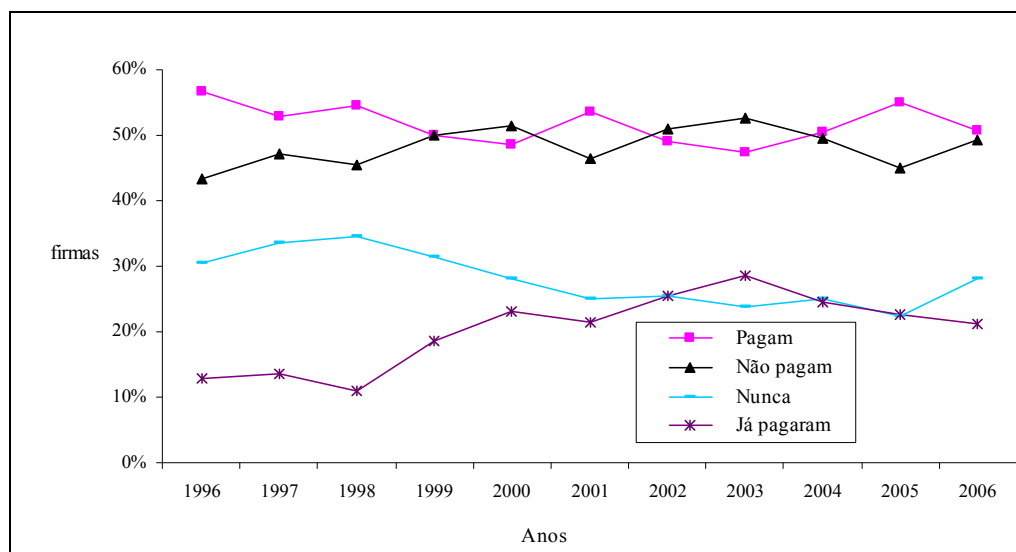


Gráfico 1. Evolução percentual dos subgrupos.

Fonte: Economática.

Nos EUA a tendência na diminuição no uso de dividendos é nítida desde 1978, enquanto no Reino Unido esse movimento toma vulto entre os anos de 1997 e 1998. No Brasil, apesar da diminuição das firmas que usam ativamente a política de dividendos, não existe nenhuma tendência clara deste efeito, no gráfico acima. Durante os anos da amostra, percebe-se uma clara oscilação que graficamente não representa uma tendência.

Como nos demais países, as novas empresas não costumam distribuir dividendos. A tabela 2 mostra essa relação, sendo que 86% das firmas novas, analisadas no período, não pagam

dividendos. Como nos demais estudos, as novas empresas tendem a diminuir a propensão média das empresas em pagar dividendos. Ou melhor, a pequena queda verificada na figura 1 pode ter como responsáveis as novas firmas, uma vez que essas, geralmente, não pagam dividendos.

Tabela 2 Evolução percentual entre os subgrupos

Subgrupos	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pagam	0.57	0.53	0.55	0.50	0.49	0.54	0.49	0.47	0.51	0.55	0.51
Não pagam	0.43	0.47	0.45	0.50	0.51	0.46	0.51	0.53	0.49	0.45	0.49
Nunca pagaram	0.31	0.33	0.34	0.31	0.28	0.25	0.25	0.24	0.25	0.22	0.28
Já pagaram	0.13	0.14	0.11	0.19	0.23	0.21	0.25	0.29	0.25	0.23	0.21
Novas firmas	0.07	0.03	0.06	0.04	0.03	0.01	0.01	0.00	0.03	0.02	0.09
Pagam	0.00	0.33	0.07	0.10	0.33	0.25	0.25	0.00	0.11	0.50	0.07
Não pagam	1.00	0.67	0.93	0.90	0.67	0.75	0.75	1.00	0.89	0.50	0.93

Fonte: Econômica.

Essa tabela apresenta a evolução percentual dos subgrupos em relação a política de dividendos. Os dados são anuais.

Os dados nos mostram a redução no número percentual de firmas que distribuem dividendos aos seus acionistas. Não sendo possível chamar essa diminuição de tendência, uma vez que esse índice oscilou durante o período. Tal queda discreta é ainda mais insipiente se comparada com as tendências do mercado americano (66,5% das empresas pagavam dividendos em 87 e apenas para 20% em 1999) e mercado inglês (queda de 14% entre 1998 e 2002).

Como veremos a seguir, as firmas que entram no mercado acionário, geralmente, são pequenas e pouco lucrativas, porém possuem um grande potencial de investimento. Essas características são atributos de firmas que não distribuem dividendos. Sendo natural, portanto, que as novas firmas não distribuam dividendos.

Como dito, a entrada de novas firmas que não pagam dividendos reduz a percentagem total das firmas que pagam dividendos. Logo a pequena queda observada pode guardar relação apenas com as novas firmas. Se isso for verdade não podemos afirmar nada sobre as demais firmas que já existiam no mercado. A propensão a pagar dividendos das firmas antigas pode estar estável ou até mesmo ter subido.

Portanto, tem-se um embate: a discreta diminuição no uso de dividendos (figura 1) é função das novas empresas, ou é uma nova perspectiva para o mercado como um todo. O que de fato ocorreu com nossas empresas é o foco de análise nos itens vindouros.

3.1. Características dos pagadores de dividendos

Algumas características inerentes de firmas elevam a probabilidade desta a distribuir dividendos. A relação entre lucratividade, tamanho e oportunidade de investimentos com dividendos foi evidenciada por Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver (1993). Fama e French (2001) e Ferris et al (2006) corroboraram tal evidência, mostrando que as premissas que envolvem dividendos são válidas para o mercado americano e do Reino Unido.

Como abordagem inicial, estudou-se a relação entre as características elencadas na literatura e a política de dividendos no mercado nacional. A tabela 3 relaciona os diversos grupos com os atributos das firmas. Os valores apresentados são as médias dos respectivos grupos.

Considerou-se as seguintes variáveis:

At = ativo total no ano (t);

Et = ganhos antes dos impostos e depois dos juros no ano (t);

Vt = Valor de mercado no ano (t);

Lt = passivo total no ano (t)

Tabela 3: Características financeiras de firma por grupos de dividendos

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
A. Lucratividade: Ganhos antes dos impostos e depois dos juros divididos pelo ativo totais (E_t/A_t).											
Todas firmas	-7.186	-7.087	3.893	-0.932	3.597	1.180	3.274	2.103	0.917	1.240	1.997
Pagam	10.163	10.677	12.325	10.746	9.094	8.208	8.254	6.543	3.620	4.141	3.672
Não pagam	-27.282	-33.411	-6.176	-13.083	-1.992	-7.306	-1.449	-2.047	-2.029	-1.345	0.060
Nunca pagaram	-66.168	-68.125	-18.119	-30.467	-5.383	-17.574	-3.920	-4.676	-3.177	-2.216	0.651
Já pagaram	1.686	0.218	5.421	1.592	1.300	4.043	1.386	2.148	1.548	0.615	-1.359
Novas	8.582	14.939	14.994	10.074	2.923	-6.033	-1.552	7.437	2.617	0.189	5.333
Pagam	4.667	10.677	39.175	-	3.773	8.411	10.339	2.390	23.441	-0.590	-
Não pagam	8.954	13.599	11.540	10.074	2.640	-13.254	-7.498	6.133	1.015	0.709	5.333
B. Oportunidade de investimento: Taxa de crescimento dos ativos (dA_t/A_t).											
Todas firmas	-12.099	0.089	-4.778	-25.722	-4.572	-9.764	-86.999	-2.200	-16.249	-59.978	-0.090
Pagam	6.013	3.241	-2.916	-3.497	0.811	1.938	3.739	4.073	-25.086	-96.466	6.764
Não pagam	-33.566	-4.647	-7.277	-47.816	-10.611	-24.283	-182.158	-9.330	-3.940	-10.439	-8.591
Nunca pagaram	7.912	-4.010	-6.134	-88.971	-8.874	-44.196	-341.146	-12.880	-3.187	-9.547	-9.062
Já pagaram	-83.521	-5.245	-8.388	-13.520	-12.297	-1.576	-4.925	-3.816	-5.446	-11.651	-7.648
Novas	40.230	12.828	19.155	16.040	-35.250	0.028	29.456	30.003	14.730	-20.172	32.774
Pagam	24.886	3.241	23.371	-	-	-	6.566	-25.908	-	-	-
Não pagam	41.132	7.499	18.552	16.040	13.929	0.028	63.791	20.945	14.730	-20.172	32.774
C. Oportunidade de investimento: Valor de mercado por total de ativos (V_t/A_t).											
Todas firmas	3.703	2.548	2.574	1.357	1.090	1.878	1.115	1.075	0.852	0.888	0.869
Pagam	1.619	1.412	1.318	1.126	0.958	0.918	0.930	0.949	0.742	0.850	0.819
Não pagam	6.691	4.666	4.235	1.637	1.292	3.401	1.382	1.253	1.131	0.945	0.946
Nunca pagaram	12.038	8.272	7.348	2.338	1.457	6.400	1.851	1.472	1.294	1.060	1.059
Já pagaram	1.346	1.939	1.630	1.280	1.198	1.152	1.018	1.039	0.791	0.803	0.752
Novas	2.482	1.735	3.608	1.412	0.922	1.088	1.184	0.880	0.848	1.211	1.283
Pagam	0.923	1.412	7.039	-	0.682	-	0.676	-	1.122	-	-
Não pagam	2.556	1.485	3.036	1.412	1.042	1.088	1.437	1.322	0.823	1.211	1.283

PROPENSÃO A PAGAR DIVIDENDOS NO BRASIL

Continuação tabela 3: Características financeiras de firma por grupos de dividendos

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
D. Passivo (Lt/At).											
Todas firmas	2.690	3.442	4.573	3.892	5.948	3.511	5.847	8.977	5.217	2.547	2.787
Pagam	1.900	2.515	2.608	1.822	2.495	1.860	1.782	2.371	2.165	1.409	1.814
Não pagam	3.605	4.514	6.846	6.000	9.680	5.769	10.329	6.182	9.585	3.975	4.085
Nunca pagaram	0.019	3.702	10.600	5.499	2.361	5.042	13.545	1.766	8.249	4.660	5.603
Já pagaram	8.665	5.288	3.092	6.417	16.999	6.611	6.427	13.512	13.802	2.411	0.443
Novas	1.649	1.100	1.072	2.186	-8.055	1.921	17.352	1.761	1.075	1.112	0.760
Pagam	0.260	2.515	1.331	-	0.999	1.211	0.957	1.092	0.674	0.626	-
Não pagam	1.782	0.711	1.039	2.186	-11.073	2.277	25.550	1.805	1.106	1.436	0.760
E. Tamanho: Ativo total (At) em milhares de reais.											
Todas firmas	5262	4518	4473	4495	4637	4524	4158	3833	3770	3929	4821
Pagam	8679	7398	7404	7830	7637	6867	6937	6174	5456	6322	6723
Não pagam	1304	1421	1676	1716	1903	1845	1687	1734	2033	1430	2592
Nunca pagaram	861	1073	1317	1199	1598	1444	1810	1634	2479	1706	3369
Já pagaram	1581	1752	2035	2147	2203	2309	1539	1901	628	799	729
Novas	1363	2138	2388	1051	5548	6151	2193	2211	5978	2059	6209
Pagam	2711	3761	1141	-	2274	13125	1815	56	1672	126	-
Não pagam	1235	515	2543	1051	6639	2663	2381	1697	6310	3348	6209

3.2. Lucratividade

A lucratividade, nesse estudo, foi mensurada pela razão entre os lucros das empresas antes dos juros e dos impostos sobre o ativo total da firma. O resultado apresentado na tabela 3 é a média da lucratividade das empresas do mesmo grupo.

Corroborando os diversos estudos, foi encontrada uma relação direta entre a lucratividade da empresa e sua política de dividendos. Pode-se observar, desse modo, que as empresas mais lucrativas usam mais dividendos, ao passo que as firmas que nunca pagaram são as firmas com piores resultados. Sendo tal afirmação válida para todo período da amostra.

Essa relação positiva entre lucratividade e dividendos persiste, até mesmo, dentro do grupo das firmas que não pagam. Pois as firmas que já pagaram dividendos (mas não pagaram no ano “t”) têm retornos superiores aos das empresas que nunca distribuíram dividendos.

Por fim, tem-se que as novas empresas possuem maior lucratividade do que aquelas que não pagam dividendos, sendo o mesmo resultado encontrado no mercado americano e inglês. Dado o pequeno número de novas empresas não é possível tecer considerações robustas sobre a diferenciação entre as novas empresas que pagam dividendos daquelas que não pagam. Na maioria dos casos são poucas firma que entram no mercado, sendo o resultado viesado pelas características dessas companhias. Não representando, dessa forma, o mercado.

3.3. Oportunidade de investimento

Foram empregadas duas formas de mensurar a oportunidade de investimento. A primeira delas é calculada através da taxa crescimento no ativo $((A_t - A_{t-1})/A_t$, onde A_t é o total de ativos no ano “t” e A_{t-1} é o total de ativo no ano passado). Tal *proxie* foi usada por Fama e French (2001) e Ferris et al (2006), assim como nossa segunda aproximação, *market-book ratio* (V_t/A_t , onde V_t é o valor de mercado da firma).

Segundo a literatura, firmas com alto potencial de crescimento focalizam seus esforços, justamente, em prol do crescimento, não restando, assim, recursos para a distribuição dos dividendos. Os dados nos mostram que essa relação é confirmada apenas pela segunda aproximação da oportunidade de investimento. Por outro lado, surgiram fatos relevantes no que tange a questão da distribuição de dividendos vis-à-vis oportunidade de investimento.

3.3.1. Taxa de crescimento de ativos

No que se refere à taxa de crescimento dos ativos, as empresas que pagam dividendos não apresentaram uma menor oportunidade de investimentos como era esperado. Na verdade, as companhias que pagam dividendos têm uma maior taxa de crescimento de ativos. Este resultado é compatível com o estudo feito no Reino Unido, como citadi por Ferris:

Using the annual percentage change in the firms total asset, we find that U.K. dividends nonpayers do not consistently demonstrate higher asset growth rates than dividends payer as observed in U.S. firms. Indeed, (...) dividend payers have a higher median asset growth rate than dividends nonpayers. (Ferri set al, 2006; 1160)

As novas companhias são aquelas que apresentam a maior taxa de crescimento de ativos. Ao decompor as novas companhias em empresas que pagam e não pagam dividendos observa-se que as firmas que não pagam possuem uma maior taxa. Um dos resultados, portanto, é que as novas firmas realmente detêm grande potencial de crescimento o que pode inviabilizar a distribuição de resultados aos seus acionistas.

3.3.2. Valor de mercado por valor contábil

A segunda mensuração de crescimento, índice de valor de mercado por valor contábil, está em conformidade com a teoria. Uma vez que as empresas que não distribuem dividendos apresentam, consistentemente, as maiores taxas. O mesmo ocorre em relação com as novas firmas, uma vez que essas também apresentam maiores taxas se comparada às firmas que pagam dividendos.

3.4. Tamanho

A última variável estudada é o tamanho da empresa definida como o total de ativos. Existe uma evidência forte e positiva entre o tamanho da companhia e a probabilidade em pagar dividendos. No mercado nacional as empresas que distribuem dividendos são, em média, quatro vezes o tamanho das companhias que não se utilizam desse instrumento.

Esse resultado é válido para todos os anos da amostra, embora a diferença de tamanho entre os diferentes grupos de empresas tenha aumentado. Ou seja, cada vez mais as companhias grandes têm distribuído dividendos, ao passo que as menores preferem não distribuir resultado ao acionista desse modo.

3.5. Perfil das empresas que pagam dividendos no Brasil.

As evidências encontradas na tabela 3 sugerem uma relação entre as variáveis de interesse (lucratividade, oportunidade de investimento e tamanho) com a probabilidade em pagar dividendos. As empresas mais lucrativas tendem a pagar mais dividendos.

As novas companhias no mercado apresentam uma lucratividade maior que as empresas que não pagam dividendos. Ao passo que as novas firmas têm menos lucros do que as empresas

que pagam dividendos⁵. A relação entre lucratividade e dividendos das empresas brasileiras se assemelha com a relação encontrada no Reino Unido. No mercado americano também se observa uma relação positiva entre lucratividade e dividendos, porém as novas empresas tendem a ter uma lucratividade superior às empresas que pagam dividendos.

As duas formas de mensurar oportunidade de investimento apresentaram resultados ambíguos. Quando usado o crescimento de ativos a relação encontrada foi: quanto maior o crescimento de ativo maior a probabilidade em pagar dividendos. Porém, se a variável que representa a oportunidade de investimento for índice valor de mercado por valor contábil o resultado modifica: maior a oportunidade menos dividendos serão distribuídos. As duas metodologias apontam o alto potencial de crescimento das novas companhias.

O tamanho, em todos os mercados e para todas as observações, está ligado ao pagamento de dividendos. No Brasil, EUA e Reino Unido, as empresas que pagam dividendos são maiores que as empresas que não pagam. As novas empresas são consideravelmente menores que as firmas que pagam dividendos.

Portanto as empresas que distribuem dividendos tende a ser mais lucrativa, com menores oportunidades de investimentos (índice valor de mercado por valor contábil) e maiores em tamanho. As novas firmas possuem características inversas a estas. Elas são menos lucrativas do que as firmas que pagam dividendos, apresentam grandes oportunidade de investimento (crescimento de ativos e índice valor de mercado por valor contábil) e são pequenas se comparadas as firmas que fornecem dividendos.

Desta forma, as novas empresas possuem características similares a empresas que não pagam dividendos. Sendo necessário controlar o efeito dessas companhias quanto for avaliado a dinâmica da propensão em pagar dividendos das empresas nacionais.

3.6. Efeito conjunto do tamanho, lucratividade e oportunidade de investimento.

O modelo que melhor se adapta para o estudo da relação entre os dividendos e as variáveis explicativas é o logit. As características dessa regressão que tornam sua utilização apropriada são: variável dependente binária, ou seja, assume o valor de 1 caso a empresas distribua dividendos e zero caso contrário; a resposta do modelo é apresentado como a probabilidade de determinada companhias distribuir o dividendos, logo dada as características da empresas o modelo calcula a probabilidade desta empresa em pagar os dividendos.

O logit é uma função monotônica e não linear. Seu formato em “S” possibilita uma maior adequação aos propósitos do trabalho. Pois as alterações nas variáveis independentes são percebidas de forma distintas. Por exemplo, um aumento na lucratividade da empresa de R\$ 100 mil tem impacto distinto dependendo do tamanho da companhia. Se a firma for grande, com ativos de bilhões de reais esse impacto será mínimo, entretanto se a empresa for pequena esse aumento pode ser representativo e gerar uma grande possibilidade de distribuição de dividendos.

⁵ Dado o pequeno número de novas firmas, esse resultado pode não representar o mercado.

A tabela 4 apresenta o resultado da regressão logit dos efeitos simultâneos do tamanho, oportunidade de investimento e lucratividade. A variável dependente assume os valores de zero ou 1 (o valor 1 se a firma pagou dividendos no ano ou zero caso contrário). As variáveis independentes são lucros antes dos juros e impostos (aproximação de lucratividade), crescimento de ativos e índice valor de mercado por valor contábil (oportunidade de investimento) e porcentagem de firmas que são menores a uma determinada empresa (tamanho)⁶.

Todas as variáveis empregadas nas regressões são idênticas, como descrito na seção 4, às utilizadas por Fama e French (2001) e Ferri et al (2006). A primeira regressão usa as duas mensurações de oportunidade de investimento ao passo que o painel “b” utiliza somente índice valor de mercado por valor contábil (V_t/A_t).

Tabela 4: Regressão Logit para Decisão das companhias em Pagar Dividendos

Painel A. Regressão para toda a mostra.						
ano		constante	tamanho	V_t/A_t	dA_t/A_t	E_t/A_t
2006	coef.	-1.055	2.945	-0.188	-1.342	4.166
	P> z	0.018**	0***	0.148	0.092*	0.04**
2005	coef.	-0.456	2.378	-0.319	-3.821	7.711
	P> z	0.349	0.001***	0.056*	0.029**	0.005***
2004	coef.	-0.970	2.114	-1.009	-1.346	14.532
	P> z	0.044**	0.002***	0.001***	0.279	0***
2003	coef.	-1.158	2.227	-0.932	-1.539	16.278
	P> z	0.052*	0.002***	0.037**	0.291	0***
2002	coef.	0.598	0.743	0.593	0.957	2.967
	P> z	0.154	0***	0.057*	0.312	0.001***
2001	coef.	-0.230	3.664	-2.046	-1.851	8.594
	P> z	0.699	0***	0.001***	0.184	0.006***
2000	coef.	-0.935	3.621	-1.278	-2.161	9.605
	P> z	0.108	0***	0.016**	0.163	0.005***
1999	coef.	-1.225	3.674	-1.174	-0.188	8.463
	P> z	0.02**	0***	0.009***	0.748	0.007***
1998	coef.	0.026	6.095	-4.193	0.373	23.706
	P> z	0.981	0***	0.002***	0.476	0.01***
1997	coef.	-1.184	4.226	-1.592	0.477	4.998
	P> z	0.092*	0***	0.019**	0.776	0.282
Painel B. Regressão para toda a mostra.						
ano		constante	tamanho	V_t/A_t	E_t/A_t	
2006	coef.	-1.237	2.936	-0.263	4.742	
	P> z	0.005***	0***	0.059*	0.021**	
2005	coef.	-0.738	2.296	-0.427	8.052	
	P> z	0.116	0.001***	0.015**	0.003***	

⁶ $\ln(A_t)$ é a forma mais comum de linearizar a variável, entretanto optou-se usar a mesma mensuração dos trabalhos de Fama e French (2001) e Ferri et al (2006). Desse modo torna-se mais fácil a comparação.

2004	coef.	-1.014	2.300	-1.158	14.295
	P> z	0.036**	0.001***	0***	0***
2003	coef.	-1.361	2.331	-1.001	16.470
	P> z	0.016**	0.001***	0.024**	0***
2002	coef.	-0.979	2.898	-1.189	9.602
	P> z	0.091*	0***	0.035**	0.001***
2001	coef.	-0.267	3.419	-2.041	8.309
	P> z	0.648	0***	0.001***	0.007***
2000	coef.	-0.968	3.714	-1.573	9.281
	P> z	0.092*	0***	0.002***	0.004***
1999	coef.	-1.114	3.646	-1.273	8.215
	P> z	0.03**	0***	0.003***	0.006***
1998	coef.	1.508	2.737	-2.576	-0.345
	P> z	0.054*	0.002***	0.003***	0.825
1997	coef.	-0.680	3.655	-1.787	7.485
	P> z	0.276	0***	0.006***	0.063*

Fonte: Economática.

A tabela 4 revela que o tamanho e a lucratividade são positivamente correlacionados com a propensão em pagar dividendos. Esta correlação é altamente significativa para todos os anos da amostra, não restando dúvidas, portanto, da influência exercida por essas variáveis sobre os dividendos.

A decisão de distribuir dividendos, entretanto, é negativamente correlacionada com a oportunidade de investimentos. Perceba que ambas as aproximações possuem o sinal negativo. Ou seja, quanto maior a oportunidade de crescimento da empresa, menor será a probabilidade da companhia distribuir dividendos. Uma empresa, com grandes possibilidades de investimentos internos, não reserva fundos para distribuição, utilizando-os de forma a investir e ampliar o potencial interno existente.

As duas medidas de oportunidade de investimento descrevem o mesmo sentido na relação entre essa variável e a propensão em pagar dividendos. Entretanto elas captam fontes diferentes da oportunidade de investimento, uma vez que ao excluir a taxa de crescimento de ativos do painel “b” os coeficientes da variável índice valor de mercado por valor contábil não sofreram grandes alterações. Essas variáveis são fracamente relacionadas (correlação de 0,21) e captam efeitos distintos. Portanto, no caso brasileiro essas variáveis são complementares e não substitutas, uma abordagem coerente deve incorporar as duas mensurações da oportunidade de investimento.

Os resultados da análise conjunta descritas na tabela 4 são consistentes com os trabalhos anteriormente desenvolvidos (Fama e French 2001, Ferris et al 2006, Smith e Watts 1992, Barclay et al 1995). A conclusão é que o tamanho da empresa, as oportunidades existentes bem como a lucratividade são variáveis correlacionadas com a probabilidade de distribuição de dividendos. A somar, em todos os mercados, cujo tais testes foram aplicados, os resultados

apontaram para mesma direção: lucratividade e tamanho são positivamente correlacionados e oportunidade de investimento negativamente.

Diferentemente do caso inglês e americano não foi notada nenhuma diminuição na constante ao decorrer dos anos. Segundo Ferri et al (2006) a redução da constante pode caracterizar uma diminuição na probabilidade em distribuir dividendos. Logo esse efeito observado em outros mercados não foi percebido no caso brasileiro.

Conclui-se, portanto, que as variáveis empregadas guardam relação com a probabilidade em pagar dividendos como apregoa a teoria (tamanho e lucratividade positivamente relacionada e oportunidade de investimento negativamente). A análise da constante não demonstrou de forma nítida uma diminuição da propensão, por parte das empresas em distribuir dividendos.

3.7. Alteração na propensão em pagar dividendos.

Os estudos nos mercados americano e inglês revelaram que as novas companhias têm atributos similares das empresas que não pagam dividendos. A somar, a entrada dessas empresas transforma o mercado como um todo, tornando suas características mais próximas a de empresas que não pagam dividendos.

Entretanto, após controlar o efeito gerado pelas empresas entrantes, o mercado apresenta-se da mesma forma, ou seja, menos dispostas a distribuir dividendos. Esse fenômeno foi chamado por Fama e French (2001) por diminuição na propensão de pagar dividendos. Tal diminuição foi percebida nos EUA e com menor intensidade no Reino Unido. Nesse tópico será testado esse efeito no mercado interno.

Seguindo os mesmos preceitos dos autores citados, nossa análise compara a expectativa das companhias em distribuir dividendos com o que de fato elas distribuíram. O teste foi feito em três fases. A primeira parte consiste na estimação da expectativa das empresas em pagar dividendos. A segunda parte calcula a probabilidade atual de distribuição das empresas e por fim é feita a comparação entre os valores.

A primeira fase do teste consiste em calcular a expectativa das firmas em pagar dividendos. Este cálculo tem por base a estimação dos coeficientes da lucratividade, oportunidade de investimento e tamanho nos três primeiros anos do banco de dados, 1996 a 1998.

Após a obtenção, esses coeficientes serão aplicados nos período final da amostra, 2004 a 2006. Em outras palavras, os coeficientes gerados pela regressão no período inicial da amostra foram empregados ao período final do banco de dados. Os coeficientes obtidos entre os anos de 1996 e 1998 foram multiplicados às variáveis do período final da amostra. O resultado desse procedimento foi chamado de expectativa das empresas em pagar dividendo e será usado na terceira fase do teste.

Antes de entrarmos na segunda parte do testes algumas considerações são necessárias. Primeiramente, a escolha desse sub-período busca aumentar a robustez do teste. Um período de

análise abrange de maneira mais completa a situação das firmas nacionais, e não apenas o que ocorreria em um determinado ano.

A regressão logística resulta nos coeficiente do tamanho da firma, lucratividade e oportunidade de investimento. Esses coeficientes indicam a importância que cada variável exerce sobre a probabilidade de se pagar dividendo. Se esses coeficientes são constantes ao decorrer do tempo, os coeficientes dos três primeiros anos podem ser aplicados a qualquer ano do banco de dados.

A validade deste teste recai sobre a premissa de que as probabilidades associadas às características das firmas (tamanho, lucratividade e oportunidade de investimento) sejam constantes ao longo do tempo, ou seja, a importância dessas variáveis em relação probabilidade de se pagar dividendos não deve se alterar. Sendo assim as expectativas podem ser comparada com as probabilidades atuais. A diferença, dessa forma, entre as estimações pode creditada a alterações da forma de atuar das firmas, e não as suas características.

Uma alteração nas características das firmas será descontada pelo valor dos coeficientes, uma vez que esses não se alteram. Logo a probabilidade de pagar dividendos calculada com base nos coeficientes de anos defasados tende a ser a mesma probabilidade da regressão feita apenas com os dados contemporâneos.

Para se calcular a probabilidade atual foi empregada uma regressão logística para os três últimos anos da amostra, 2004 a 2006. O resultado obtido com essa regressão foi chamado de probabilidade atual das firmas em pagar dividendos.

Por fim foi confrontada a probabilidade esperada com a atual. Por meio da diferença entre a probabilidade atual e a esperada foi calculada a propensão em se pagar dividendos das empresas brasileiras. Uma diminuição da propensão em pagar é evidenciada por uma diferença entre a percentagem atual e esperada negativa. Já uma diferença positiva mostra um aumento na propensão em pagar dividendos. A tabela 6 mostra o resultado do teste.

Tabela 6: Propensão da firmas a pagar dividendos.

Propensão a pagar: toda amostra					
	Firmas	Firmas que pagam dividendos	Probabilidade das Cias. em pagar dividendos (%)	Expectativa das Cias. em pagar dividendos (%)	Atual - Expectativa
2006	317	161	57.46	57.50	-0.04
2005	287	158	57.50	57.50	0.00
2004	281	142	57.75	57.78	-0.03
2003	272	129	57.15	57.20	-0.05
2002	271	133	57.40	57.14	0.26
2001	267	143	57.28	57.00	0.28
2000	263	128	57.37	57.27	0.10
1999	254	127	57.38	57.34	0.04
1998	244	133	56.82	56.16	0.66

1997	206	109	60.57	59.99	0.57
------	-----	-----	-------	-------	------

Os resultados contidos na tabela 6 não mostram grandes alterações na diferença entre a probabilidade atual e esperada. Portanto, a tabela confirma a hipótese de que a propensão de pagar dividendos, no mercado acionário, não sofreu grandes alterações no período mais recente. A maior diferença encontrada é inferior a 0,7%, ou seja, extremamente reduzida o que não configura nenhum efeito prático.

Esse resultado distingue bastante dos resultados obtidos no mercado americano e inglês. Nos 14 anos de análise no mercado inglês, a média da diferença percentual foi de -1,4%, enquanto nos 10 anos de análise no mercado nacional essa média foi de 0,18%.

No Brasil, no último período de análise a diferença permaneceu muito próxima a zero, enquanto no caso inglês as maiores diferenças foram encontradas justamente nos derradeiros anos de análise. No Reino Unido, os três últimos anos (2000 a 2002) a diferença entre a probabilidade atual e esperada foi de -9,2%, -8,3% e -3,8% respectivamente. Logo o autor confirmou a hipótese de diminuição da probabilidade em pagar dividendos. O mesmo ocorreu nos EUA (diminuição no uso de dividendos ocorre a mais de 18 anos), onde as diferenças nos últimos anos de análise foram superiores a -30%.

Conclui-se que os efeitos notados no mercado americano e inglês não encontram respaldo no mercado brasileiro. A diminuição na propensão a pagar dividendos não ocorreu no Brasil. Os testes aplicados e a metodologia usada são as mesmas empregadas nos mercados mencionados, logo o efeito fortemente sentido nos EUA, e mais recentemente observado no Reino Unido não foram percebidos no Brasil, o que traduz como um fator de importante diferenciação do mercado de capitais nacional.

3.8. Testes com base em painel.

Foram realizados mais dois testes para medir a propensão das firmas nacionais em pagar dividendos. Ambos têm como metodologia de regressão dados em painel. Os testes realizados indicaram a necessidade da utilização do efeito fixo. A presença de heterocedasticidade nos erros, o alto número de firmas aliado com o número de períodos reduzido torna o emprego da matriz de variância robusta um ótimo estimador:

(...) the robust variance matrix estimator (...) which was suggested by Arellano (1987) and follows from the general results of White (1984). The robust variance matrix estimator is valid in the presence of any heteroskedasticity or serial correlation, provided that T is small relative to N. (Wooldridge, 2002; 276).

3.8.1. Painel Logit.

Para este teste foram excluídas as empresas que nunca distribuíram dividendos. Dessa forma este teste difere dos anteriores não só pela metodologia aplicada, mas também por esse filtro extra. Assim sendo estamos medindo a propensão a pagar dividendos das empresas que distribuíram dividendos entre 1996 a 2006. Ou seja, estamos medindo a propensão a pagar dividendos das empresas que pagaram e não do mercado como um todo.

Usando uma regressão logit com dados em painel, calculamos os coeficientes conjunto dos três primeiros anos da amostra (1996 a 1998) e aplicamos estes aos três últimos anos da amostra. Esse resultado foi confrontado com os resultados obtidos por uma mesma regressão logit com dados em painel para os três últimos anos. A metodologia é similar a empregada no item anterior. O resultado é apresentado na tabela abaixo.

Tabela 7: Propensão das firmas que pagam dividendos.

Propensão a pagar: Empresa que já pagaram			
	Probabilidade	Probabilidade	Probabilidade
	Atual	Esperada	Atual - Esperada
2006	0.80	0.73	0.07
2005	0.82	0.77	0.05
2004	0.84	0.79	0.04

Observa-se um pequeno aumento da propensão a pagar dividendos das firmas. Porém de pequena magnitude, mais uma vez não se observa uma tendência.

3.9. Efeito individual das empresas.

Uma das motivações clássicas dos estudos com painéis é resolver o problema de variáveis omitidas. Muitas vezes essas variáveis tomam a forma de efeitos não quantificados. Ao tratá-los como variáveis, os efeitos não materializados passam a ser quantificado e, mais importante, podem ser testados.

Esse é o caso da propensão das empresas a distribuir dividendo, pois esta é uma variável não observada. Diferentemente das demais variáveis empregadas pela literatura não existe uma tabela com a propensão das companhias a pagar dividendos. Entretanto, ela faz muita diferença no que tange a probabilidade da firma em pagar dividendos.

Depois de controladas todas as variáveis enfocadas pela literatura (lucratividade, oportunidade de investimentos e tamanho), os testes realizados apontam para existência de um efeito fixo, ou melhor, constante no tempo. Percebe-se, portanto, a existência de um efeito que nada tem haver com as demais variáveis.

Uma vez que as principais variáveis classicamente empregadas em estudos similares foram testadas, esse efeito fixo não guarda relação com características físicas das empresas.

Pode-se inferir, então, que esse efeito seja referente a política empregada pela companhia a política de dividendos. A inferência feita é que esse efeito fixo no tempo, dificilmente mensurável e que não tem relação com atributos físicos estão ligados a propensão individual de cada empresa a pagar dividendos, mais especificamente a política dividendos de cada empresa.

O teste proposto contrapõe os efeitos fixos das duas regressões feitas – a saber - o painel envolvendo o primeiros período da amostra e o painel que utiliza os três últimos anos dessa amostra. Dessa maneira, pretende-se avaliar se o efeito fixo (propensão em pagar dividendos) aumentou ou diminuiu ao decorrer dos que abrange a amostra.

O primeiro passo foi calcular os efeitos fixos para os períodos de 2004 a 2006 e 1996 a 1998. Com esses resultados obteve-se a diferença, por empresa, entre os dois períodos. A média foi calculada e submetida a um teste “t”.

Assumindo uma distribuição normal para essa variável, cuja média é 0,138, a estatística “t” encontrada é de 0,467.

$$\text{Estatística}(t) = (EF_{04a06} - EF_{96a98}) / S / \sqrt{N}$$
, onde EF é efeito fixo, S é desvio padrão e N é o número de firmas.

O teste apontou para um aumento da propensão das empresas a pagar dividendos, entretanto esse acréscimo é estatisticamente igual a zero. Esse resultado corrobora as deduções gráficas apresentadas na figura 1, bem como os valores plotados a tabela 6. Visto que todas as ocorrências apontaram para um aumento discreto da propensão em pagar dividendos. O crescimento insipiente, nessa última abordagem, surgiu através de uma média positiva, porém não significativa.

4. CONCLUSÃO

Desde o final de década de 70, as empresas americanas deixaram – em grande parte pela política tributária – de remunerar seus acionistas via distribuição de dividendos. Estudos posteriores, trabalhando a mesma questão, analisaram se essa contração era um caso isolado ou era parte de uma tendência mundial no mercado de capitais. O presente estudo se apoiou nessa problemática, e estudou a evolução recente da política de dividendos no Brasil.

Nos EUA e no caso Inglês a diminuição na propensão a pagar dividendos foi orientada, segundo os autores, pela predileção dos acionistas a outras formas de remuneração, a saber, ganhos de capital. Esse fenômeno é conhecido como efeito clientela no qual as empresas procuram ajustar a política de dividendos visando atender às preferências de seus acionistas.

No Brasil, o resultado dessa questão apontou para um aumento sem relevância na utilização da política de dividendos, em contradição com o mercado inglês e norte americano. Essa conclusão advém dos testes aplicados que demonstram um aumento não significativo da política de dividendos, ou melhor, o aumento é tão discreto que estatisticamente pode ser considerado igual a zero.

Ademais, notou-se que as variáveis empregadas (lucro, potencial de crescimento e tamanho) comportaram-se como previsto pela literatura, sendo o lucro e o tamanho contribuem para a distribuição de dividendos e o potencial de crescimento diminui a probabilidade desse pagamento ser feita.

Um resultado interessante, que serve como base para outros estudos sobre o tema, é que as duas *proxies* de oportunidade de investimento não são excludentes. Por apresentar baixa correlação, as duas *proxies* (índice valor de mercado por valor contábil e a taxa de crescimento dos ativos) incorporam facetas distintas da variável oportunidade de investimento.

Assim sendo, elas não são substitutas e sim complementares, absorvendo partes diferentes da oportunidade de crescimento. Portanto, no caso brasileiro, essas aproximações devem trabalhar juntas com intuito de alcanças uma abordagem mais realista da oportunidade de crescimento das empresas.

Por fim foi observado que as empresas que não pagam dividendos tendem a ficar nessa situação, ao passo que as empresas que pagam dividendos são mais volúveis. Tal resultado foi obtido pelo exame das constantes que também sinalizou que as empresas que nunca pagaram dividendos têm uma propensão muito alta a permanecer nessa situação.

REFERÊNCIAS

AGNES, Maique Pereira. **Sinalização com Dividendos em um Ambiente Sem Impostos: Evidências do Brasil**. Rio Grande do Sul, 2005. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) Faculdade de administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

ASQUITH, Paul; MULLINS, David W. Jr. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. **The Journal of Business**, v. 56, n. 1. p. 77-96, jan. 1983.

AHARONY, J.; SWARY, I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. **Journal of Finance**, v. 35, n. 1, p. 1-12, 1980.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2005.

BARCLAY, M.; SMITH, C., WATTS, R. The determinants of corporate leverage and dividend policies. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 17, p. 4-19, inverno,1995.

BAKER, M.; WURGLER, J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 73 p. 271-88, jun 2004.

FERRIS, Stephen; SEN, Nilanjan; YUI, Ho Pei. God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdow. **Journal of Business**, v. 79, n.3, 2006.

FAMA, E. e K. FRENCH. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60 p. 3-43, abr. 2001.

HEINEBERG, Ricardo e PROCIANOY, Jairo Laser. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa, In: TERCEIRO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, São Paulo, 2003.

LINTNER, John, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," **American Economic Review**, v. 46, p. 97-113, 1956.

NETO, J.A.; SAITO, R. Dividend Yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. In: **ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVI. Salvador: ANPAD**, set 2002.

SMITH, C.; WATTS, R. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Financial Economics**, v. 32 p. 263–92, dez.1992.

GAVER, J.; GAVER, K. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, p. 125–60, jan. 1993.

PETTIT, R. R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. **Journal of Finance**, v. 27, n. 5, p. 993-1007, 1972.