

IMPACTOS DO PROCESSO DE CONVERGÊNCIA ÀS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE: UMA ANÁLISE DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

IMPACTS OF THE CONVERGENCE TO INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS: A DIVIDEND POLICY ANALYSIS

FERNANDA VICTOR

Doutora em Administração pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professora adjunta do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS. E-mail: fernandactb@yahoo.com.br

DIEGO DE OLIVEIRA CARLIN

Doutorando em Administração pela Escola de Administração da UFRGS. Professor assistente do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS. E-mail: diego.carlin@ufrgs.br

MAURO MASTELLA

Doutorando em Administração pela Escola de Administração da UFRGS. Professor assistente da Universidade Estadual do Rio Grande do Sul (UERGS). E-mail: mauro-mastella@uergs.edu.br

Endereço: Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS - Avenida João Pessoa, 52, Centro, Porto Alegre – RS
CEP 90.040-000.

Recebido em: 04.05.2014. Revisado por pares em: 13.11.2014. Aceito em: 19.12.2014. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

Resumo: A política de dividendos compreende a maneira pela qual a empresa destina seus lucros entre dividendos pagos aos acionistas e valores retidos na empresa ao longo do tempo, representando uma importante decisão no campo das finanças corporativas e relacionando-se com a política de investimento e financiamento da empresa. Este estudo tem como objetivo testar a influência da legislação societária (e contábil) como determinante da formação do valor distribuído na política de dividendos das empresas brasileiras negociadas na BM&FBovespa. Para tanto, utilizam-se informações relativas a 147 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, observadas ao longo de dez anos (2003-2013), analisadas descritivamente e por meio de regressão com dados em painel. Os resultados corroboram as pesquisas que indicam uma constância no pagamento de dividendos, mas também sugerem que as mudanças ocorridas em função do processo de convergência das normas contábeis brasileiras às internacionais – em especial a proibição de retenção de lucros na conta de lucros acumulados pelas companhias abertas, inserida pela Lei nº 11.638/07 – podem ter gerado impacto sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras, por meio do aumento estatisticamente significativo do índice de *dividend yield* nos anos que seguiram a aprovação da referida lei.

Palavras-chave: Política de dividendos. Convergência contábil. Efeito regulatório.

Abstract: *The dividend policy can be seen as the way in which the company allocates its profits between dividends paid to shareholders and amounts held in the company over time, representing an important decision in the field of corporate finance, relating to the company investment and funding policy. This study aimed to test the influence of corporate (and accounting) legislation as a driver of the value formation on the dividends distributed by Brazilian companies traded at BM&FBovespa. Thus, information on 147 public companies listed on the BM&FBovespa was used, observed over 10 years (2003-2013), which were analyzed descriptively and through regressions with panel data. The results support the hypothesis of research indicating a stability in the payment of dividends, but also suggest that changes regarding the convergence of Brazilian accounting standards to international process - in special the prohibition of retained profits by listed companies, introduced by law 11.638/07 - may have an impact on the dividend policy of Brazilian companies through the statistically significant increase in dividend yield in the years following the adoption of the Law.*

Keywords: *Dividend policy. Accounting convergence. Regulatory impact.*

1 INTRODUÇÃO

A política de dividendos compreende a maneira pela qual a empresa realiza a distribuição de seus lucros aos acionistas. Em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento, a política de dividendos está inclusa no grupo das mais importantes decisões das finanças corporativas de uma empresa, sendo que tais decisões se relacionam na medida que o valor pago na forma de dividendos reduzirá ou não os recursos disponíveis para futuros investimentos e influenciará a forma como esses investimentos serão financiados (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003). Assim, a política de dividendos pode ser considerada um importante assunto nas companhias abertas, já que pode estar intimamente relacionado e interagir com grande parte das decisões de investimento e financiamento tomadas pelas companhias (ABOR; BOKPIN, 2010).

No Brasil, durante muitos anos a distribuição de dividendos esteve em segundo plano, pois diante das altas taxas de inflação, a participação nos lucros perdia valor por não ser corrigida monetariamente. Embora as alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 – que modificou o art. 202 da Lei nº 6.404/76 – tenham buscado assegurar que os lucros não destinados segundo os parâmetros legais estabelecidos fossem distribuídos aos acionistas como dividendos, a manutenção da conta lucros acumulados nos balanços por muito tempo incentivou a retenção indiscriminada de lucros, em detrimento do pagamento de dividendos.

Com a promulgação da Lei nº 11.638 de 2007, a conta de lucros acumulados não deverá mais figurar nos balanços patrimoniais das companhias abertas. Embora a conta ainda deva ser utilizada em caráter transitório, para fins de destinação dos lucros, todo o resultado do exercício deverá necessariamente, quando não destinado para constituição de reservas, ser distribuído como dividendos (BRASIL, 2007). Essa, contudo, foi apenas uma das modificações introduzidas pelo processo de convergência às normas internacionais de contabilidade. A promulgação dessa lei abriu espaço para a aprovação de uma série de pronunciamentos, emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), abrangendo modificações muito mais amplas nos critérios de classificação, mensuração e evidenciação dos ativos e passivos das companhias abertas.

Tantas mudanças refletiram-se qualitativamente e quantitativamente nos resultados apresentados pelas companhias nos anos seguintes à vigência da lei. Sendo assim, além da decisão mais óbvia de como distribuir o saldo remanescente do resultado, que antes ficava retido na conta de lucros ou prejuízos acumulados, as companhias abertas passam a se deparar com limites diferenciados de aproveitamento dos juros sobre o capital próprio para fins de imposto de renda e contribuição social, já que estes são estabelecidos como um percentual do resultado do exercício ou do saldo do patrimônio líquido da companhia.

Por outro lado, embora a extinção da conta lucros acumulados só tenha vindo a reiterar e forçar a observância do disposto no § 6.º do artigo 202 da Lei nº 6.404/76 - Lei das Sociedades Anônimas - (com redação acrescida pela Lei nº 10.303/01), que exigiu a destinação integral do lucro líquido a cada período, quer mediante a distribuição de dividendos, quer na forma de constituição das reservas de lucros, protegendo o acionista minoritário e buscando maior previsibilidade dos fluxos de caixa a serem distribuídos na forma de dividendos (CARDOSO *et al.*, 2009), as companhias ainda dispõem de meios legais para manter tais lucros na empresa.

Os lucros que ficarem na empresa para esses fins devem ser mantidos em conta de reserva de retenção de lucros (que já era prevista na Lei nº 6.404/76, artigo 196), sendo obrigatório que para isso sejam formalmente estabelecidos o orçamento e a justificativa de tal investimento, devidamente aprovados pela assembleia geral. Isso significa que a extinção da conta lucros acumulados obrigará as empresas que possuem boas condições financeiras a distribuírem seu saldo remanescente de lucro como dividendos, ou, caso não queiram fazê-lo, alterarem seus estatutos sociais, incluindo novas reservas, ou ainda, elaborarem orçamentos de capital que justifiquem a retenção de lucros para investimentos de longo prazo. Nesse último caso, essa justificativa apresenta um custo para a administração, já que a retenção dos lucros para investimentos deve ser acompanhada de proposta relativamente viável e plausível economicamente perante os acionistas, sob pena de, em sentido contrário, haver a pressão pela distribuição de dividendos.

Além disso, estudos empíricos já constataram que os dividendos não explicam os investimentos (e vice-versa) e que a administração das companhias brasileiras distribui dividendos muito mais para atender a preceitos legais, ficando boa parte dos lucros retida (LOSS; SARLO NETO, 2006). Tal fato se mostra importante no presente estudo, já que, para aquelas companhias nas quais o pagamento de dividendos é incompatível com sua situação financeira, as formas disponíveis para retenção de lucro são as reservas estatutárias e as reservas de retenção de lucros baseadas em orçamento de capital.

Assim, é possível que a política de dividendos nas companhias abertas não se relacione de maneira tão clara com sua política de investimentos e financiamentos, e que venha a ser prioritariamente formulada para atender aos preceitos legais. Dessa forma, a questão problema que se formula no presente estudo é: quais os efeitos da aprovação da Lei nº 11.638/07 sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras? Logo, o objetivo deste estudo é analisar os efeitos das

alterações na legislação ocorridas em virtude do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade sobre a política de dividendos das companhias abertas listadas na BM&FBovespa.

Foi considerada como variável dependente o *dividend yield* das companhias ao longo de um período de análise de dez anos, contemplando cinco anos anteriores à vigência da Lei nº 11.638/07 (2003-2007) e cinco anos posteriores (2008-2012). As variáveis dependentes foram regredidas contra os fatores determinantes da política de dividendos abordados na literatura, sendo incluída uma variável *dummy* para os anos de 2008 a 2012, a fim de avaliar o impacto da legislação.

O presente trabalho pretende contribuir com a literatura ao investigar a possibilidade de que a modificação em uma legislação que não diz respeito especificamente ao pagamento de dividendos pelas empresas seja capaz de impactá-lo. O momento da realização da pesquisa é oportuno, pois muitos aspectos relativos às mudanças ocorridas, mesmo em termos de mensuração do resultado contábil, não parecem claros aos olhos dos profissionais contábeis e do mercado como um todo. Os resultados da pesquisa também têm implicações para a gestão financeira, aprimorando a qualidade das decisões de financiamento por meio de dividendos. Novas variáveis explicativas são adicionadas ao modelo de Heineberg e Procianny (2003) para estudo dos determinantes da política de dividendos em face ao advento dos padrões contábeis atuais. A aplicação do modelo proposto aponta que, no caso brasileiro, a adoção dos padrões internacionais de contabilidade pode ter tornado as empresas mais propensas à distribuição de dividendos, confirmando-se a hipótese de pesquisa.

A revisão de literatura, realizada na seção 2, aborda a legislação que versa sobre o pagamento de dividendos no Brasil, as principais modificações resultantes do processo de convergência às normas contábeis internacionais e os determinantes da política de dividendos. Na seção 3 é explicado o método de pesquisa utilizado para se atingir os objetivos de estudo. Na seção 4 são apresentados os resultados e, por fim, na seção 5 são expostas algumas considerações finais sobre as implicações da pesquisa, bem como sugestões para seu aprofundamento em estudos futuros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo é realizado um panorama sobre a determinação da política de dividendos do ponto de vista contábil e também financeiro. O arcabouço legal é brevemente visitado por se relacionar às teorias financeiras sobre dividendos, também abordadas.

2.1 ASPECTOS LEGAIS DOS DIVIDENDOS NO BRASIL

O dividendo obrigatório está estabelecido no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, com redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001, que estabelece que 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 (BRASIL, 2001):

Art. 202 [...] I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); 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.

Um aspecto importante com relação ao dividendo obrigatório de acordo com a referida legislação é que esta estabelece que os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. O estatuto da companhia 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 (BRASIL, 1976).

Se o estatuto da companhia for omissivo quanto ao percentual dos dividendos, e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, nos termos do inciso I do artigo 202 (BRASIL, 1976).

Existe ainda a possibilidade de não pagamento do dividendo mínimo obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. Nesses casos, 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 cinco dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia (BRASIL, 1976).

O artigo 202 da Lei nº 6.404/76 destaca que a assembleia geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, ou a retenção de todo o lucro líquido nas companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações (BRASIL, 1976).

A legislação brasileira que trata dos dividendos possui ainda um diferencial, quando comparada as de outros países: a figura dos juros sobre o capital próprio (JSCP). Em 1996, a legislação tributária brasileira foi alterada para permitir que as empresas passassem a distribuir lucros aos acionistas na forma de dividendos, juros sobre o capital próprio, ou uma combinação dos dois. Os dividendos são tributados somente no nível de empresa, enquanto os juros de capital próprio são dedutíveis para a empresa, mas sujeitos a uma retenção na fonte ao nível dos acionistas. A carga tributária líquida é mais baixa para os JSCP do que para os dividendos, o que fornece um incentivo para que as empresas utilizem o JSCP (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012).

Conforme determinado pela Lei nº 9.249/1995, a pessoa jurídica poderá deduzir os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da taxa de juros de longo prazo (TJLP) (BRASIL, 1995). O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos, do qual trata o artigo 202 da Lei nº 6.404/1976, e é passível de dedução para efeitos de determinação do lucro real e da base de cálculo da contribuição social (BRASIL, 1976).

Esse benefício estimula o pagamento dos JSCP, comparativamente à distribuição de dividendos, mas a mesma lei limita seu pagamento ao maior dos seguintes valores: a) 50% do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros; ou b) 50% do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros, sem computar o resultado do período em curso. Para os efeitos do limite referido no item a, o lucro líquido do exercício será aquele após a dedução da contribuição social sobre o lucro líquido e antes da dedução da provisão para o imposto de renda, sem computar, porém, os juros sobre o patrimônio líquido.

Os juros pagos ou recebidos serão contabilizados, segundo a legislação tributária, respectivamente, como despesa financeira ou receita financeira. Assim, representam, comparativamente ao pagamento tradicional de dividendos, um benefício fiscal, uma vez que se traduzem em reconhecimento de despesa que pode ser deduzida no resultado para fins de apuração do imposto de renda e contribuição social devidos, desde que obedecidos os limites de pagamento estabelecidos por lei.

Recentemente, Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) realizaram uma análise da política de dividendos das empresas brasileiras, contemplando um período de 12 anos (1996 a 2007). Os autores constataram que a proporção de companhias que pagam JSCP aumentou drasticamente após a reforma de 1996. De 1996 a 2007, considerando apenas as companhias que realizaram alguma forma de distribuição dos lucros aos acionistas (dividendos, JSCP, ou uma combinação dos dois), a proporção de firmas que pagaram JSCP aumentou de 10,2% para 57,2%. Contudo, na visão dos autores, o fato de que aproximadamente 43% das companhias continuaram a pagar apenas dividendos é surpreendente, dadas as vantagens tributárias do pagamento dos JSCP.

2.2 ALTERAÇÕES ADVINDAS DO PROCESSO DE CONVERGÊNCIA

Com a promulgação da Lei nº 11.638/07, que alterou, revogou e introduziu novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), notadamente em relação ao capítulo XV, que trata de matéria contábil, que teve origem no Projeto de Lei nº 3.741/2000, de iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) junto ao Executivo, foram eliminadas algumas barreiras regulatórias que impediam a inserção total das companhias abertas no processo de convergência contábil internacional.

Em resumo, até a promulgação dessa lei, a CVM não possuía autorização expressa em lei para regular matérias contábeis. A lei representou um grande avanço no processo de convergência das demonstrações contábeis aos padrões internacionais de contabilidade, denominados International Financial Reporting Standards (IFRS). Posteriormente,

pela Resolução CFC nº 1.055/05, foi também criado o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a partir da comunhão de objetivos das seguintes entidades: Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec Nacional), Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) e Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon) (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2013).

Nesse contexto, faz-se necessário comentar não apenas os impactos diretos que o processo de convergência é capaz de exercer sobre a política de dividendos, mas também aqueles impactos de natureza indireta. O impacto direto pode ser explicado pela obrigatoriedade de uso da conta e lucros e prejuízos acumulados apenas em caráter transitório, não sendo mais possível a manutenção de saldo na conta ao final do período contábil. Indiretamente, cabe ressaltar também que, desde 2008, várias mudanças foram introduzidas no que tange aos aspectos de avaliação de elementos do patrimônio das companhias. Por exemplo, as contas do ativo imobilizado foram consideravelmente afetadas pela introdução do *deemed cost*. Outra modificação foi a inserção da conta de ativo intangível nos balanços.

Além de tais alterações pontuais e facilmente identificáveis, cabe ressaltar que o próprio aumento nos requisitos de transparência das demonstrações poderá influenciar a formulação das políticas de distribuição dos lucros empreendidas pelas companhias abertas, uma vez que proporciona aos acionistas externos informações mais acuradas e completas sobre os elementos formadores do resultado. Assim, é racional supor que a convergência aos IFRS tenha impacto na política de dividendos das empresas brasileiras.

Alguns estudos têm investigado esse impacto. Inicialmente, Jermakowicz e Gornik-Tomaszewski (2006) identificam que gestores de empresas de capital aberto na União Europeia esperavam uma mudança na política de dividendos em suas empresas a partir da adoção das regras dos IFRS. Em um estudo sobre o impacto da adoção dos IFRS em empresas seguradoras na Europa, Post *et al.* (2007) apontam que os resultados sob a ótica dos IFRS são reconhecidos previamente ao que seriam sob a contabilização por diferimento. Hipoteticamente isso poderia criar uma demanda por maiores dividendos por parte dos investidores, no entanto, como o desempenho financeiro dos seguradores não se altera devido a melhores práticas contábeis, uma mudança na política de dividendos seria prejudicial à empresa. Cedo ou tarde, os aumentos dos dividendos, não acompanhado de melhora no desempenho econômico, teriam de ser reduzidos, e esses eventos são fortemente penalizados por investidores. Os autores concluem que por essa razão o reconhecimento antecipado dos resultados não deveria causar mudança nos dividendos. Também na União Europeia, Brüggemann, Hitz e Sellhorn (2013) sugerem que consequências não intencionais da adoção dos IFRS podem surgir da relação entre a forma contabilização dos resultados e a política de dividendos e também em função da mudança do apetite por dividendos em função da consolidação contábil em grupos econômicos. Em suas sugestões para pesquisas futuras, os autores apontam a lacuna em estudos sobre a relação entre adoção dos padrões contábeis internacionais e o payout de dividendos.

2.3 DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Duas abordagens teóricas muito utilizadas para explicar a política de dividendos das empresas são a *lifecycle theory* (teoria do ciclo de vida) e a *signaling theory* (teoria da sinalização). A teoria do ciclo de vida (conhecida também como teoria do *free cash flow*) estabelece que empresas mais maduras são mais propensas a pagar dividendos que aquelas empresas mais jovens. Com a maturidade, as empresas se tornam maiores e mais rentáveis, apresentando também menores oportunidades de crescimento nas quais investirem, o que leva à maior retenção de lucros em seus balanços. Por outro lado, empresas jovens tendem a ser menores, menos rentáveis, bem como observam maiores oportunidades de crescimento. Por essa razão, as empresas jovens escolhem utilizar os recursos disponíveis para investimentos, em detrimento de sua distribuição como dividendos (PERRETTI; ALLEN; WEEKS, 2013; HAUSER, 2013).

Já a teoria da sinalização sustenta que o pagamento de dividendos representa um esforço, por parte dos gestores, em transmitir informações aos investidores sobre os fluxos de caixa futuros esperados, de maneira que aumentos (diminuições) nos dividendos pagos sinalizam aumentos (reduções) nos fluxos de caixa futuros esperados da empresa (HAUSER, 2013). Considerados esses comportamentos, é provável que os investidores interpretem um aumento nos dividendos pagos como uma mensagem de que a administração está permanentemente antecipando maiores níveis de fluxos de caixa, que irão advir de seus investimentos. Logo, espera-se que um aumento nos dividendos leve a um aumento no preço das ações. Contudo, o dividendo por si só não afeta o valor da companhia, mas apenas serve como uma mensagem. Para que mudanças nos dividendos efetivamente impactem no preço das ações, é condição necessária, mas não suficiente, que tais mudanças carreguem informação acerca dos fluxos de caixa futuros da companhia. Entretanto, a mesma informação pode ser disponibilizada aos investidores por outros meios,

levantando a questão empírica de quando anúncios sobre mudanças nos dividendos realmente afetam o valor da firma (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

Por outro lado, muitas companhias que pagam dividendos apresentam um comportamento que resulta em payouts constantes, que aumentam apenas quando a administração tem relativa certeza de que o aumento pode ser mantido por tempo indeterminado (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005; BLACK, 1976) e quando é suportado por melhores prospectos dos resultados da empresa, pois quando isso não ocorre são impostos custos à companhia, que poderá enfrentar a necessidade de recorrer ao financiamento externo para garantir seus investimentos (BHATTACHARYA, 1979).

A maior distribuição de dividendos pode ser considerada positiva para atenuar os conflitos existentes, garantindo aos acionistas minoritários maior fluxo de caixa e reduzindo a possibilidade de desperdício por parte dos acionistas majoritários e administradores. Contudo, muitas vezes a menor distribuição de dividendos e a consequente retenção de lucro podem contribuir para a realização de novos investimentos dentro da empresa e aumentar os ganhos dos acionistas no futuro (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003). Não obstante, considera-se ainda a possibilidade de que alterações na política de dividendos possa trazer conteúdo informacional, sinalizando um futuro promissor, quando há seu aumento, ou dificuldades de caixa, quando há sua diminuição. Portanto, pode-se dizer que a decisão de distribuir lucro deve-se tanto aos interesses dos acionistas, quanto ao financiamento das novas oportunidades de investimentos e ao conteúdo informacional da política de dividendos (PAGANO, 2007).

Uma série de estudos empíricos, desenvolvidos em diversas partes do mundo, abordou as referidas teorias. Contudo, o aspecto mais relevante a ser considerado em termos dos trabalhos empíricos realizados sobre o tema é que uma série de fatores, muitas vezes de difícil identificação e mensuração, e que se relaciona com a natureza dos ambientes legal, institucional e econômico de cada país, é capaz de afetar a política de dividendos.

Por exemplo, Fenn e Liang (2001) constatam que a política de dividendos da empresa pode ser influenciada pelos incentivos possuídos pelos gestores. Em sua pesquisa, realizada com dados de mais de 1.100 companhias durante o período de 1993 a 1997, os autores obtêm evidências de que a propriedade de ações pelos gestores associa-se com maiores índices de *payout*, em companhias com maior potencial para conflitos de agência, e que a utilização de opções de ações como forma de remuneração afeta a composição do *payout*, havendo uma relação positiva entre essa forma de remuneração e as recompras, ajudando a explicar o aumento percentual nas recompras em detrimento do pagamento direto de dividendos.

A política de dividendos das companhias europeias também foi investigada. Bancel, Bhattacharyya e Mittoo (2005) realizam um levantamento junto a gestores de 16 países europeus, a fim de identificar os determinantes da política de dividendos. Os autores constatam que a visão dos gestores europeus sobre a política de dividendos é dirigida, em grande parte, por fatores semelhantes à de seus pares dos Estados Unidos. Para os entrevistados, os dividendos são suavizados e difíceis de serem reduzidos, embora não sigam metas de dividendo atreladas a um *payout* fixo. A maioria dos gestores europeus, no entanto, considera a recompra como uma ferramenta de flexibilidade, em vez de um substituto para o pagamento de dividendos. A análise *cross-country* realizada pelos autores não suporta o argumento de que a política de dividendos é influenciada principalmente pela qualidade do sistema legal do país, mas que é determinada por uma complexa interação entre a estrutura de propriedade da empresa e a estrutura legal e institucional de seu país de origem.

No mesmo sentido, Al-Kuwari (2009) investiga os determinantes da política de dividendos para as empresas listadas nas bolsas de valores dos países integrantes do Gulf Co-operation Council (GCC), no período de 1999 e 2003. O autor formula sete hipóteses relativas à teoria dos custos de agência, obtendo evidências de que as principais características positivamente relacionadas ao pagamento de dividendos são a natureza da propriedade da empresa (controle estatal), seu tamanho e sua lucratividade, e que a alavancagem possui relação negativa com a política de dividendos. Para o autor, o conjunto dos resultados indica que as empresas pagam dividendos com a intenção de reduzir o problema de agência e manter a reputação da empresa, dada a limitada proteção legal para os acionistas externos.

No Brasil, Heineberg e Procianny (2003) estudam os determinantes da política de proventos das companhias abertas brasileiras no período entre 1994 e 2000. Os principais achados dos autores indicam que as variáveis explicativas estudadas – lucro líquido e proventos pagos no ano anterior – possuem um forte poder explicativo na política de proventos. Pela análise segmentada por setor realizada pelos autores, foi possível também identificar que os setores industriais possuem características diferentes na determinação dos proventos em dinheiro a serem distribuídos aos acionistas.

Com foco em economias emergentes, Abor e Bokpin (2010) investigam os efeitos das oportunidades de investimento sobre a política de dividendos, em uma amostra de empresas de 34 países, incluindo o Brasil, cobrindo um período de análise de 17 anos (1990-2006). Uma relação negativa e estatisticamente significativa entre as oportunidades de investimento e o pagamento de dividendos é encontrada pelos autores, conforme argumenta a teoria do ciclo de vida. Entretanto, outras variáveis financeiras geralmente abordadas como determinantes da política de dividendos não demonstram a mesma

significância, tais como aquelas relacionadas ao endividamento da empresa. Além de oportunidades de investimento, lucratividade e capitalização de mercado, também foram identificadas como variáveis capazes de influenciar positivamente a política de dividendos das empresas. Por outro lado, constata-se que o nível de desenvolvimento do mercado de capitais do país também pode exercer influência sobre tais práticas. Empresas que atuam em mercados de capitais relativamente mais desenvolvidos tendem a exibir índices de *payout* mais baixos.

Entre os trabalhos mais atuais desenvolvidos no Brasil, Fonteles *et al.* (2012) caracterizam as empresas integrantes do índice dividendos (Idiv) da BM&FBovespa, com o objetivo de averiguar os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos dessas empresas. Os autores empregam análise de conteúdo sobre os formulários de referência e atas das assembleias gerais ordinárias das empresas, referentes ao exercício de 2010. Assim, identificam, com auxílio da análise de componentes principais (ACP), quatro determinantes da política de dividendos: concentração, rentabilidade, prosperidade e setor da empresa. Porém, os autores também constam que a política de dividendos determinada por lei é a mais observada pelas companhias, uma vez que os proventos são distribuídos aos acionistas predominantemente sob a forma de dividendos e JSCP.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Observando os objetivos estabelecidos, quanto à natureza a pesquisa é aplicada, pois “[...] objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais” (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20). Quanto à forma de abordagem do problema de pesquisa, a pesquisa é quantitativa, uma vez que se destina a comprovar ou rejeitar estatisticamente as hipóteses previamente sugeridas (RICHARDSON, 1999). Quanto aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como explicativa, já que se destina a identificar o relacionamento entre mecanismos internos e externos de governança corporativa das empresas. Silva (2003) salienta que a pesquisa explicativa é aquela que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica as razões. No que tange aos procedimentos técnicos aplicados, a pesquisa é classificada como documental e *survey* (RAUPP; BEUREN, 2013).

Inicialmente foram consideradas como potenciais variáveis dependentes no estudo, representativas da política de dividendos das empresas, o *payout* e o *dividend yield*. O *payout* representa a taxa de distribuição do lucro da empresa para os acionistas na forma de dividendos ou JSCP, e é mensurado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Payout} = \frac{\text{dividendo pago por ação}}{\text{lucro por ação}} \quad (1)$$

Já o *dividend yield* destaca a relação entre o dividendo pago por ação, seja na forma de dividendos, ou de JSCP de uma empresa, e o preço dessa mesma ação, calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{dividendo pago por ação}}{\text{preço da ação}} \quad (2)$$

O período inicial de análise utilizado compreende 10 anos (2001-2010). No Quadro 1 são definidas as seguintes variáveis como determinantes da política de dividendos, adaptadas do estudo de Heineberg e Procionoy (2003).

Quadro 1 – Determinantes da política de dividendos

Variável	Especificação	Tipo	Relação esperada
Lucro/prejuízo	Lucro/prejuízo líquido (LL)	Métrica	L – Positiva
	Lucro ou prejuízo (DUMLL)	Dummy	P – Negativa
Estabilidade da política de dividendos	<i>Dividend yield</i> no ano anterior (DY(-1))	Métrica	Positiva
Inflação	IGPM (IGPM)	Métrica	Negativa
Endividamento	Passivo total/patrimônio líquido (DPL)	Métrica	Negativa

continua...

conclusão.

Variável	Especificação	Tipo	Relação esperada
Crescimento/investimento	Valor de mercado/valor patrimonial da ação (MKT)	Métrica	Negativa
	Preço da ação/valor patrimonial da ação (PVPA)		
Tamanho da empresa	Receita bruta (RB)	Métrica	Positiva
	Ativo total (AT)	Métrica	
	Valor de mercado (MV)	Métrica	
Setor	Setor (IND)	Categórica	-

Fonte: Elaboração própria a partir de Heineberg e Procianny (2003).

Assim, as variáveis descritas no Quadro 1 são as classicamente utilizadas nos estudos sobre determinantes da política de dividendos. A partir dos objetivos definidos no presente estudo, foi incluída uma variável *dummy* para os anos de 2008 a 2012 (cinco anos) – *DumLei* –, a fim de capturar o efeito das mudanças na legislação sobre a política de dividendos. Os resultados obtidos por meio da estimação do modelo são destacados na próxima seção.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na presente seção são apresentados os resultados do estudo, subdivididos em estatísticas descritivas e determinantes da política de dividendos.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A amostra é composta por 147 companhias abertas, observadas ao longo de dez anos (2003-2012). A seleção das companhias se deu em virtude da disponibilidade dos dados, de maneira que aquelas que não possuíam grande parte das informações necessárias para as análises estatísticas foram excluídas. Dado o fato de que lucro líquido e *dividend yield* são variáveis defasadas em um ano no modelo, fez-se necessária também a coleta das informações para o ano de 2002. A distribuição das 147 empresas estudadas entre setores, de acordo com a classificação disponível da economia (20 setores), excluído finanças e seguros, é salientada na Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição da amostra entre setores

Setor	Nº	Percentual
Agro e pesca	1	0,68%
Alimentos e bebidas	6	4,08%
Comércio	5	3,40%
Construção	7	4,76%
Eletroeletrônicos	4	2,72%
Energia elétrica	21	14,29%
Máquinas industriais	1	0,68%
Mineração	1	0,68%
Minerais não metais	2	1,36%
Outros	27	18,37%
Papel e celulose	3	2,04%
Petróleo e gás	3	2,04%
Química	9	6,12%
Siderurgia e metalurgia	19	12,93%

continua...

conclusão.

Setor	Nº	Percentual
Telecomunicações	6	4,08%
Têxtil	16	10,88%
Transporte e serviços	5	3,40%
Veículos e peças	11	7,48%
Total	147	100,00%

Fonte: Elaboração própria.

Conforme salientado na Tabela 1, os setores mais representativos na amostra, de acordo com a classificação da Econômica, são: energia elétrica, outros, siderurgia e metalurgia, têxtil e veículos e peças, nessa ordem. Somados, esses setores correspondem a 63,95% da amostra.

Duas medidas foram selecionadas para retratar a política de dividendos da empresa, conforme já destacado: *payout* e *dividend yield*. As estatísticas para o índice de payout são disponibilizadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas para *payout*

<i>Payout</i>				
Ano	Mínimo	Média	Máximo	Desvio padrão
2002	-116,086	-0,546	10,512	9,771
2003	-1,074	0,236	3,119	0,479
2004	-2,035	0,236	2,200	0,423
2005	-0,454	0,592	40,368	3,351
2006	-1,788	2,120	272,034	22,497
2007	-2,074	0,388	12,532	1,192
2002-2007	-116,086	0,505	272,034	8,690
2008	-41,575	0,005	4,647	3,516
2009	-0,040	0,560	12,769	1,554
2010	-1,979	0,490	12,224	1,297
2011	-14,180	0,511	37,473	3,485
2012	-7,825	0,549	18,397	2,507
2008-2012	-41,575	0,423	37,473	1,042
Geral	-116,086	0,467	272,034	7,722

Fonte: Elaboração própria.

Levando em consideração as informações dispostas na Tabela 2, observa-se que o *payout* médio para o período de 2002-2007 (0,505) é superior ao do período de 2008-2012 (0,423). Por outro lado, é possível perceber nitidamente que o *payout* médio do ano de 2008 é consideravelmente menor que os demais. Considerando apenas os anos de 2009-2012, se obtém um *payout* médio de 0,527. Entretanto, observa-se que os resultados apresentados na Tabela 2 são influenciados pela presença de *outliers*. O *payout* mínimo foi observado no ano de 2002, sendo de -116,086. Trata-se da empresa AES Tietê, que no referido ano pagou um dividendo por ação de 0,781148, tendo incorrido em um prejuízo de R\$ -2.522 mil. O valor mais elevado situa-se no ano de 2006, sendo de 272,034. Este refere-se à empresa Quattor Petrol, que pagou um dividendo por ação de 0,192, tendo incorrido em um lucro de apenas R\$ 16 mil no ano em questão.

Nesse sentido, nas análises de regressão com dados em painel, as estimações realizadas utilizando como variável dependente o *payout* não mostraram bons resultados estatísticos. Isso pode ser explicado pelo fato de que, enquanto do *dividend yield* possui valores positivos ou nulos, uma vez que relaciona o dividendo com o preço da ação no mercado, o *payout* pode apresentar também valores negativos, já que o denominador é o lucro (prejuízo) contábil por ação, além das potenciais distorções evidenciadas na Tabela 2.

Assim, a variável dependente selecionada para as análises de regressão apresentadas no decorrer do trabalho, representativa da política de dividendos, foi o *dividend yield*, cujas estatísticas descritivas podem ser visualizadas na Tabela 3.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas para *dividend yield*

<i>Dividend Yield</i>				
Ano	Mínimo	Média	Máximo	Desvio padrão
2002	0,000	6,338	34,100	7,875
2003	0,000	3,437	20,000	4,437
2004	0,000	2,814	23,800	3,813
2005	0,000	3,719	24,100	4,820
2006	0,000	2,570	25,500	3,681
2007	0,000	2,274	15,100	3,189
2002-2007	0,000	3,526	34,100	1,688
2008	0,000	4,089	20,300	4,488
2009	0,000	2,576	16,200	3,207
2010	0,000	3,335	53,000	5,892
2011	0,000	3,673	37,600	4,604
2012	0,000	3,491	48,300	6,076
2008-2012	0,000	3,433	53,000	1,170
Geral	0,000	3,421	53,000	4,930

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Conforme as informações dispostas na Tabela 3, não é possível perceber inicialmente diferenças significativas entre as medidas de *dividend yield* para os períodos antes e após a Lei nº 11.638/07. O valor mínimo da variável ao longo de todo o período de análise é zero, já que corresponde à existência de empresas que, em cada um dos anos em questão, não pagaram dividendos.

No que diz respeito às variáveis dependentes utilizadas no estudo, a Tabela 4 evidencia suas principais características para todo o período de análise compreendido no estudo.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis dependentes

	LL*	PVPA	D/PL	MV*	IGPM
Média	544.323	1.872	150.31	6.896.941	0.1408
Mediana	26.328	1.100	53.40	466.163	0.0871
Máximo	37.813.723	71.900	46.264	4.30E ⁺⁰⁸	0.7810
Mínimo	-6.878.915	-62.300	-3.623	190	-0.0172
Desvio padrão	2.811.200	5.536	1390.644	29.675.409	0.2075

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Nota: *Em milhares de reais.

Pelas informações dispostas na Tabela 4 é possível conhecer as médias das variáveis explicativas da política de dividendos de acordo com a literatura abordada na seção 2 deste estudo. Percebe-se também a existência de casos extremos, como, por exemplo, o caso da variável representativa do endividamento (D/PL), para a qual os valores máximo e mínimo evidenciam a existência de empresas com grande percentual de dívidas em suas estruturas de capital, da mesma forma que apresentam patrimônio líquido negativo. O PVPA também é influenciado pela existência de empresa com PL negativo, o que pode ser percebido pelo valor mínimo da variável.

4.2 DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Conforme destacado, o objetivo deste estudo é evidenciar o impacto da legislação sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. Para tanto, o modelo de regressão utilizado é:

$$DY_{it} = \beta_0 + \beta_1 LL_{it} + \beta_2 LL_{it-1} + \beta_3 DY_{it-1} + \beta_4 PVPA_{it} + \beta_5 DumLL_{it} + \beta_6 DumLei_{it} + \beta_7 D / PL_{it} + \beta_8 LogMV + \beta_9 IGPM_t + \beta_{10} DumCrise_{it} + \beta_{11} SETOR + \varepsilon \quad (3)$$

sendo que a variável de interesse é β_6 , para a qual se espera obter significância estatística e sinal positivo. Os resultados obtidos a partir da regressão são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Efeito da Lei nº 11.638/07 sobre a política de dividendos

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	Probabilidade
C	-0,366	0,868	-0,421	0,674
LL	0,000	0,000	-0,273	0,785
LLt-1	0,000	0,000	0,127	0,899
DY _{t-1}	0,475	0,089	5,317	0,000
PVPA	-0,020	0,014	-1,401	0,162
DumLL	-1,021	0,293	-3,479	0,001
DumLei	0,862	0,273	3,158	0,002
D/PL	0,000	0,000	-0,234	0,815
Log(MV)	0,136	0,061	2,221	0,027
IGPM	-0,112	0,516	-0,218	0,828
DumCrise	-0,275	0,207	-1,330	0,184
Dummy setores				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota: Variável dependente: *dividend yield*; Método: mínimos quadrados; Períodos incluídos: dez. 2003–2012; Empresas incluídas: 147; Painel total (não balanceado) observações: 1.284.

Os resultados destacados na Tabela 5 indicam que podem ser considerados como fatores explicativos do *dividend yield* os dividendos defasados (1%), o prejuízo do exercício (1%) e o valor de mercado da empresa (5%). Os dividendos do ano anterior apresentaram sinal positivo, conforme preconizado na literatura, indicando que, quando a empresa paga dividendos no ano anterior (-1), há uma tendência de pagamento de dividendos no período atual. Para a *dummy* representativa de prejuízo no exercício, o sinal encontrado também foi o esperado, ou seja, negativo. O coeficiente indica que, nos anos em que a empresa tem prejuízo, há uma tendência de não pagamento (ou diminuição) dos dividendos. O valor de mercado, cujo coeficiente se mostrou positivo, indica que maiores empresas tendem a pagar mais dividendos.

Todas as demais variáveis, embora tenham apresentado os sinais esperados (LL, PVPA, IGPM) não demonstraram significância estatística. A exceção é a variável D/PL, que, além de não se mostrar significativa, também não apresentou o sinal esperado, que seria negativo. Com relação à variável de interesse do estudo, que caracteriza as mudanças na legislação no ano de 2008 (*DumLei*), o sinal do coeficiente é aquele esperado, indicando que a partir do ano de 2008 há uma tendência de maior distribuição de dividendo. Além disso, a variável é significativa a 1%.

Cabe salientar o papel da variável *DumCrise* no modelo estudado. Hauser (2013) encontra indícios de que os dividendos declinaram durante a crise financeira de 2008 e que esse declínio é explicado não apenas pela queda de desempenho das empresas analisadas. Ou seja, há uma mudança na política de dividendos em si, expressando uma decisão de se cortar dividendos em períodos de crises. Embora se saiba que as empresas brasileiras podem ter sido menos afetadas pela crise em questão, observou-se que o *dividend yield* médio do ano 2008 foi consideravelmente inferior aos dos anos seguintes, conforme já destacado nas estatísticas descritivas. Embora essa visível diminuição só possa ser percebida no ano de 2008, a variável *DumCrise* utilizada na regressão referiu-se aos anos de 2008–2009, na tentativa de ser fiel ao método e aos resultados apresentados por Hauser (2013).

Por fim, conforme destacam Heineberg e Procianoy (2003), os setores industriais possuem características diferentes na determinação dos proventos em dinheiro a serem distribuídos aos acionistas. Segundo os autores, isso ocorre porque a decisão da política de proventos não está isolada dos demais contextos que envolvem a empresa e, portanto, reflete as suas características, situação e estratégias financeiras. Por essa razão, as regressões incluíram também variáveis *dummy* representativas dos setores destacados na Tabela 1. Entretanto, o único setor que demonstrou significância estatística foi o de energia elétrica, a 5%. No que tange à especificação do modelo, os resultados dos testes são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 - Testes de especificação do modelo

Teste	Valor
R ²	0,3575
R ² ajustado	0,3469
Erro padrão	3.7059
Soma dos quadrados dos resíduos	17.319,01
Estatística <i>Durbin-Watson</i>	2,01
Estatística-F	3,344
Probabilidade (Estatística F)	0,000

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

A Tabela 6 evidencia o fato de que não há problemas de autocorrelação significativa entre os resíduos, já que a estatística de *Durbin-Watson* situa-se próxima de 2. O R², mesmo não sendo elevado, pode ser considerado apropriado para estudos em finanças e, não se tratando de um modelo que tem por objetivo a previsão de dados, o fato de ele explicar cerca de 34% da variação na variável dependente é coerente. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), por exemplo, encontraram R² que variavam em torno de 15 e 17% entre os modelos estimados. Conjuntamente, as variáveis incluídas no modelo são significativas em explicar a variação da variável dependente, o que pode ser constatado pelo valor e significância da estatística-F. Cabe salientar também o fato de que foram usados erros padrão com correção de *White*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo testar a influência da legislação societária (e contábil) como determinante da formação do valor distribuído na política de dividendos das empresas brasileiras negociadas na BM&FBovespa durante os anos de 2003 a 2010. Para isso, foi realizada uma análise de regressão com dados em painel. A motivação do estudo foi o fato de que, mesmo com as modificações introduzidas pela Lei nº 11.638/76, que tornaram mais difícil a retenção de lucros, as companhias ainda dispõem de mecanismos para não realizar a distribuição de dividendos.

No estudo realizado por Heineberg e Procianoy (2003) foi possível notar que, embora algumas relações teóricas esperadas não tenham sido encontradas com significância estatística, a política de distribuição de proventos nas empresas de capital aberto apresenta consistência e relativa estabilidade no que tange à constância e previsibilidade dos valores pagos aos acionistas, já que, no período pesquisado pelos autores, observou-se um padrão consistente de comportamento da política de distribuição de proventos em dinheiro pelas empresas brasileiras.

Neste estudo também foi possível constatar tal constância, que se traduz pela significância estatística dos dividendos defasados. Mesmo assim, o aspecto legislação mostrou-se significativo também, indicando que as modificações introduzidas pela Lei nº 11.638/07 na legislação societária foram capazes de causar impacto na política de dividendos da empresa. Esse impacto foi positivo, demonstrando que a extinção da conta de lucros acumulados e as modificações de alguns critérios de avaliação e mensuração do patrimônio das companhias, que se refletem nos resultados, podem as ter tornado mais propensas à distribuição de dividendos.

Além do benefício óbvio e visado pelas autoridades regulamentares de evitar que as companhias retivessem indiscriminadamente lucros em seus balanços, as alterações na lei poderão também incentivar os administradores a estar constantemente revendo seus orçamentos de capital, já que a lei prevê a possibilidade de criação de reservas nesses parâmetros, mas exige que tais orçamentos sejam anualmente revistos.

Como análise complementar, sugere-se investigar a composição do grupo de contas representativo do patrimônio líquido das companhias que mantinham saldo na conta de lucros acumulados no exercício findo em 2007, a fim de se

obter evidências sobre as variações na política de destinação dos resultados das companhias, o que pode ser feito a partir das informações advindas da demonstração das mutações do patrimônio líquido, que passou a contemplar também a demonstração de resultados abrangentes.

Além disso, acredita-se que poderia ser relevante incluir, na análise dos fatores determinantes da política de dividendos, características representativas da estrutura de propriedade das companhias abertas, nos moldes dos estudos realizados por Bancel, Bhattacharyya e Mittoo (2005), Al-Kuwari (2009) e Fenn e Ling (2001).

No Brasil, embora a utilização de sistemas de remuneração atrelados às ações das empresas seja uma prática cada vez mais comum das companhias abertas, ainda pode ser considerada recente. Acredita-se que até o ano de 2008 apenas algo em torno de 68 companhias abertas listadas na BM&FBovespa utilizava mecanismos de remuneração baseados em ações da empresa (VICTOR, 2008) para remunerar seus empregados e, prioritariamente, seus executivos. Ainda assim, seria relevante investigar o impacto de tais práticas de remuneração sobre a política de dividendos das empresas (FENN; LIANG, 2001). Durante a realização desta pesquisa, não se constatou nenhum estudo realizado com tais objetivos.

Tanto no caso de concentração, quanto no de propriedade de ações por executivos da empresa, o pressuposto de influência sobre a política de dividendos se baseia nos conflitos abordados na teoria da agência, que, nas companhias abertas, cuja propriedade é concentrada, podem dar-se entre majoritários e minoritários (conflito principal x principal), e, nas companhias de propriedade dispersa, entre acionistas e gestores (conflito principal x agente). Contudo, a realização de estudos que envolvem dados sobre a estrutura de propriedade das empresas é mais difícil no Brasil, dada a dificuldade de acesso aos dados.

REFERÊNCIAS

- ABOR, J.; BOKPIN, G. A. Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, v. 27, n. 3, p. 180-194, 2010.
- AL-KUWARI, D. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*. v. 2, n. 2, p. 38-63, Sept. 2009.
- BAKER, M.; WURGLER, J. A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 3, p. 1125-1165, Jun. 2004.
- BANCEL, F.; MITTOO, U. R.; BHATTACHARYYA, N. *Cross-country determinants of payout policy: a survey of European firms*. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=683111>>. Acesso em: 2 jul. 2014.
- BHATTACHARYYA, S. Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 259-270, Spring, 1979.
- BLACK, F. The pricing of commodity contracts. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 167-179, Jan.-Mar. 1976.
- BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 4, p. 968-979, Sept. 2012.
- BRASIL. Presidência da República. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o Mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em: 23 abr. 2011.
- _____. Presidência da República. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 23 abr. 2011.
- _____. Presidência da República. *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, 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. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 23 abr. 2011.

BRASIL. Presidência da República. *Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995*. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm>. Acesso em: 23 abr. 2011.

BRÜGGEMANN, U.; HITZ, J.; SELLHORN, T. Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: a review of extant evidence and suggestions for future research. *European Accounting Review*, v. 22, n. 1, p. 1-37, 2013.

CARDOSO, R. *et al.* Regulação da contabilidade: teorias e análise da convergência dos padrões contábeis brasileiros aos IFRS. *Revista de Administração Pública*, v. 43, n. 4, p. 773-99, jul./ago. 2009.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. *Financial theory and corporate policy*. 4 ed. Reading: Addison-Wesley, 2005.

FENN, G. W.; LIANG, N. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics*. v. 60, n. 1, p. 45-72, Apr. 2001.

FONTELES, I. V. *et al.* Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista e Revista*. v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

HAUSER, R. Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, v. 39, n. 6, p. 584-606, Jun. 2013.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia. *Anais...* Atibaia: ANPAD, 2003.

JERMAKOWICZ, E. K.; GORNIK-TOMASZEWSKI, S. Implementing IFRS from the perspective of EU publicly traded companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, v. 15, n. 1, p. 170-196, Jun. 2006.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./abr. 2006.

PAGANO, L. Política de Dividendos e Conflito de Interesses. *Revista Eletrônica de Gestão de Negócios*. v. 3, n. 3, p. 205, jul./set. 2007.

PERRETTI, G. F.; ALLEN, M. T.; WEEKS, S. Determinants of dividend policies for ADR firms. *Managerial Finance*, v. 39, n. 12, p. 1155-1168, Dec. 2013.

POST, T. *et al.* Implications of IFRS for the European insurance industry: insights from capital market theory. *Risk Management & Insurance Review*, v. 10, n. 2, p. 247-265, Sept. 2007.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, I. M. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 76-97.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social*. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVA, A. C. *Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. *Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação*. 3 ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

VICTOR, F. G. *Características de governança corporativa e os determinantes do nível de transparência da remuneração por meio de opções de ações*. 2008. 124 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2008.