



DETERMINANTES DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES BRASILEIRAS E MEXICANAS

Rafael Ferla

Mestrando em Ciências Contábeis no PPGCC da
Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 - Bairro Victor Konder, CEP: 89.031-900
Blumenau/SC – Brasil; Telefone: (47) 3321-0565; e-mail: rafaelferla@live.com

Edgar Pamplona

Mestrando em Ciências Contábeis no PPGCC da
Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 - Bairro Victor Konder, CEP: 89.031-900
Blumenau/SC – Brasil; Telefone: (47) 3321-0565; e-mail: edgarpamplona@hotmail.com

Tarcísio Pedro da Silva

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo PPGCC/FURB
Professor do PPGCC da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 - Bairro Victor Konder, CEP: 89.031-900
Blumenau/SC – Brasil; Telefone: (47) 3321-0565; e-mail: tarcisio@furb.br

Wilson Toshiro Nakamura

Doutor em Administração pela FEA/USP
Professor do PPG em Administração da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 896 – 7º Andar – Bairro Consolação, CEP 01.302-907
São Paulo/SP – Brasil; Telefone: (11) 2114-8597; e-mail: wtnakamura@uol.com.br

RESUMO

Estudos acerca do pagamento de dividendos estão entre os mais relevantes no campo das finanças corporativas, o que torna primordial sua observância a fim de contribuir para com o conhecimento do assunto. Logo, esta pesquisa tem como objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas. Realizou-se pesquisa descritiva, com procedimento documental e abordagem quantitativa. O lapso temporal de estudo corresponde a 5 anos, sendo mais especificamente de 2010 a 2014, com dados extraídos da base *Thomson®* e dos *websites* da BM&FBovespa e BMV. A amostra de pesquisa objeto de análise contém 112 empresas brasileiras e 46 organizações mexicanas. Os achados apontam que as variáveis que melhor explicam a distribuição de dividendos em ambos os países são a rentabilidade e o endividamento, sendo a primeira positivamente e a segunda negativamente associada às variáveis dependentes. Além disso, com coeficientes menores, mas também significativas, liquidez, tamanho e lucro por ação influenciam a política de dividendos das organizações em estudo. Por fim, destaca-se ainda que as empresas não familiares tendem a distribuir mais dividendos do que empresas familiares tanto no Brasil quanto no México, sendo tal achado importante, visto que tal dimensão estudada possui poucas evidências empíricas encontradas na literatura internacional.

Palavras-Chave: Determinantes do Pagamento de Dividendos; Empresas Familiares e Não Familiares; Brasil e México.



Área Temática do evento: Mercados Financeiros, de Crédito e de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

A política de dividendos é uma das decisões mais importantes que se deve tomar em finanças corporativas. Em todo o século XX e durante o início do século XXI, muitos acadêmicos têm estudado o assunto, diversas vezes em contato com os gestores das empresas. Estes têm desenvolvido modelos e analisado os elementos a serem considerados para estabelecer a política de distribuição de dividendos. Contudo, as pesquisas atuais ainda não encontraram uma resposta satisfatória relativa às decisões adequadas nesta área (Gómez-Bezares & Apraiz, 2012).

A política de dividendos é essencial porque não é somente uma deliberação do quanto pagar ao acionista, mas também uma decisão sobre o quanto ficará retido na organização, assim como às causas que levaram a esta retenção. A metodologia de escolha do melhor projeto para a entidade e os objetivos da administração, que inclui fatores ligados à política de dividendos, em tese, estão voltados para a maximização do retorno futuro. Contudo, os acionistas desejam a maximização da sua riqueza no curto prazo e a valorização de suas ações e, com isso, tem-se por inúmeras vezes um descompasso entre as partes, devido aos gestores nem sempre estarem alinhados com tais anseios dos acionistas (Loss & Sarlo Neto, 2003).

Em pesquisa recente, Forti, Peixoto e Alves (2015) destacam que a política de dividendos varia significativamente entre organizações e, seu efeito sobre o valor das empresas ainda é controverso para pesquisadores da área. Compreender quais os aspectos que influenciam as organizações em suas decisões de distribuição e retenção de caixa são essenciais para diversos *stakeholders*, incluindo gestores financeiros, investidores e órgãos reguladores de mercado.

Neste sentido, especificamente quanto às organizações familiares, a literatura sugere que se tem um agravante adicional no que tange as políticas de distribuição de dividendos. Conforme levantamento teórico realizado por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), existem autores indicando que quando as famílias estão envolvidas na gestão das empresas, pode haver um maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e administradores. Em contrapartida, há outros estudiosos da área que defendem que as famílias têm um forte incentivo para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Estas posições resultam no problema de agência, podendo este ser mais predominante em empresas familiares (Setia-Atmaja *et al.*, 2009).

No decorrer dos últimos anos, diversos estudos têm buscado identificar os determinantes das políticas de pagamento de dividendos de organizações em todo o mundo (Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcellos & De Luca, 2013; Forti *et al.*, 2015). Assim, La Porta, Lopez-de-Sinanes, Shleifer & Vishny (2000) consideraram fatores como proteção aos acionistas minoritários vigentes nos países, crescimento e oportunidade de investimento das empresas; Francis, Schipper e Vicent (2005) trabalharam com a rentabilidade (desempenho); e, John e Knyazeva (2006) testaram variáveis como alavancagem, risco do negócio e tamanho das firmas. Apesar da existência de tais estudos, têm-se ainda inúmeras lacunas a serem observadas acerca do tema, devido à complexidade existente.

Logo, com base no contexto exposto, emerge-se a seguinte questão-problema para esta pesquisa: Quais os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas? Assim, o objetivo do estudo é verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas.

O tema política de dividendos é um dos mais controversos no campo de finanças corporativas, sendo debatido com intensidade desde o final da década de 1950 e início da



década de 1960 e, até os dias atuais, não há entre os estudiosos da área consenso sobre qual seria a política mais adequada para se adotar pelas organizações (Martins & Famá, 2012). Desta forma, estudos neste campo possuem potencial de contribuir para o conhecimento, buscando novas evidências que possam auxiliar gestores na tomada de decisão, entre diversos outros usuários interessados.

Além disso, o estudo justifica-se por trabalhar dois aspectos que merecem maior atenção por parte de pesquisadores, sendo empresas familiares e países emergentes. Em relação as empresas familiares, Lee (2006) aborda que estas representam a maneira mais comum de organização no mundo dos negócios. São formadas por dois sistemas importantes e complicados: a empresa e a família. Ambos necessitam de atenção, pois suas dinâmicas fazem com que haja sobreposição, ocorrendo dificuldade de verificar os limites de cada sistema (Escosteguy & Gutfreind, 2007).

Os países emergentes, por sua vez, atualmente projetam uma nova geografia econômica e social em amplitude mundial, que não permite mais negligenciá-los na discussão das grandes pautas políticas e econômicas internacionais, como anteriormente acontecia. Estes vêm sistematicamente ocupando posição mais relevante nas trocas internacionais de bens, serviços, capitais e tecnologias, e suas sociedades vivenciam profunda reestruturação (Benachenhou, 2013), o que torna tais economias interessantes, com foco neste estudo para a brasileira e a mexicana, buscando assim a melhor compreensão das práticas utilizadas por organizações instaladas nos referidos países.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Diversas pesquisas já foram realizadas acerca dos determinantes do pagamento de dividendos. Porém, não se tem estudos relacionados que abrangem empresas familiares e não familiares e suas peculiaridades de forma consolidada no contexto brasileiro e mexicano. Para suprir esta lacuna de pesquisa, inicialmente realizou-se a busca do tema nas bases *Jstor*, *Scielo*, *Science Direct*, *Scopus* e *Willey Online Library*, além de revistas especializadas sobre o assunto, possibilitando assim fundamentar o estudo com trabalhos importantes publicados em periódicos de alto impacto.

2.1 Política de Pagamento de Dividendos

A política acerca da distribuição de dividendos é uma das decisões que devem ser tomadas pela gestão da empresa, seguindo as necessidades de retenção de lucros da organização para a manutenção de seus objetivos (Proacinoy & Poli, 1993), sendo composta pelo equilíbrio entre a retenção dos lucros, a distribuição de dividendos e a emissão de novas ações no mercado (Brealey & Myers, 1997). De acordo com Diehl, Macagnan, Zanini e Wickboldt (2010), atualmente, os dividendos na concepção dos investidores são importantes instrumentos de remuneração do capital, porém, com dois vieses, a reflexão de expectativas de lucros constantes ou, a fim de sinalizar a falta de projetos de investimentos para o futuro.

Segundo Martins e Famá (2012), os estudos a respeito da política de dividendos das empresas remetem à década de 1950, enquanto no Brasil as evidências surgem a partir de 1990. Neste contexto, segundo Diehl *et al.* (2010), foram quatro aspectos que contribuíram para a evolução das pesquisas a partir da percepção de valor dos dividendos aos acionistas, sendo a queda da inflação, a estabilização monetária, o ganho de capital como estratégia aos investidores e, por fim, a governança corporativa.

Mais especificamente, em âmbito internacional o estudo precursor a respeito da distribuição de dividendos por empresas advém de Lintner (1956), que ao analisar empresas



norte-americanas evidenciou que os gestores deliberam as políticas de dividendos antes da definição de investimentos e endividamento. Posteriormente, Gordon (1959) relatou que os acionistas possuem um retorno inferior conforme aumenta a distribuição de dividendos, em função da redução da possibilidade de recebimento de ganho de capital no futuro e, com isso, o preço das ações refletiria o valor presente das distribuições de dividendos futuras.

Entretanto, Miller e Modigliani (1961) apresentaram que a distribuição de dividendos, por parte da empresa, não influencia o valor de mercado de uma organização em um mercado perfeito, originando a teoria da irrelevância dos dividendos. Contudo, a existência de tributos já descaracteriza a premissa de Miller e Modigliani (1961) internacionalmente. No Brasil, os dividendos não possuem tributação, em contraponto ao ganho de capital que sofre influências tributárias, porém, ainda é recente a ausência de tributos nos ganhos de dividendos tendo em vista que a incidência ocorria até 1995 (Futema, Basso & Kayo, 2009).

Segundo Forti *et al.* (2015), a partir dessas discussões de Lintner (1956), Gordon (1959) e Miller e Modigliani (1961) sugeriram *insights* para o desenvolvimento da literatura de dividendos, emergindo estudos e teorias acerca das imperfeições do mercado que influenciam a distribuição de dividendos como custos de agência, impostos, assimetria informacional, etc. A Tabela 1 apresenta um resumo da revisão da literatura acerca dos principais fatores que determinam o pagamento de dividendos por parte das empresas.



Tabela 1 – Fatores influenciadores do pagamento de dividendos.

Fatores	Referências	Influência sobre os dividendos
Crescimento	La Porta; Lopez-De-Silanes; Shleifer e Vishny (2000); Mota (2007)	Maiores taxas de crescimento devem refletir em redução do pagamento de dividendos, uma vez que os gestores devem financiar o crescimento preferencialmente com recursos próprios.
Custos de Agência	Jensen e Meckling (1976); Rozeff (1982)	Quanto maiores os custos de agência, maiores devem ser os pagamentos de dividendos para redução destes conflitos.
Assimetria Informacional	Grullon, Michaely e Swaminathan (2002)	Quanto maior a assimetria de informações entre os gestores e os acionistas, maior será o desejo dos últimos por dividendos.
Risco	Gordon (1963); Bernardo e Ikeda (2013).	Quanto maior o risco associado ao fluxo de caixa da empresa, menores devem ser os dividendos, pois os gestores devem evitar a retirada de recursos da empresa que podem ser necessários no futuro.
Controle	Loss e Sarlo Neto (2003); Dalmácio e Corrar (2007)	Envolve três fatores: (a) As empresas controladas por holdings devem pagar mais dividendos, pois existe menor risco de fluxo de caixa para um grupo econômico do que para uma empresa individual; (b) Empresas com controle acionário concentrado podem pagar menos dividendos se houver expropriação dos minoritários ou pagar mais dividendos se não houver expropriação; (c) As empresas com maior dispersão de capital devem pagar menos dividendos, pois os gestores tendem a proteger os recursos da empresa para assegurar seus interesses próprios.
Investimentos	La Porta et al. (2000); Mota (2007)	Quanto maiores as taxas de investimentos da empresa, menores devem ser os dividendos que drenam recursos da empresa necessários ao financiamento dos investimentos.
Lucratividade	Francis, Schipper e Vicent (2005)	Empresas com maior ROE deveriam distribuir menos dividendos por se tratar de uma melhor opção de investimento aos acionistas. Contudo, pode ser que empresas com maior ROE sejam capazes de efetuar pagamentos mais consistentes aos acionistas por serem capazes de financiar o crescimento e ainda assim remunerar
Tamanho	Mota (2007)	Tamanho e maturidade podem influenciar os dividendos. Empresas maiores e mais maduras tendem a pagar mais dividendos do que empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado.

Fonte: Forti *et al.* (2015).

Visto os principais fatores que influenciam o pagamento de dividendos conforme evolução histórica do conhecimento, torna-se essencial, na sequência, tratar as teorias que embasam o assunto e que, sobretudo, buscam sua compreensão de forma consistente.

2.2 Teorias do Pagamento de Dividendos

As teorias desenvolvidas acerca da temática buscam explicar possíveis influências dos determinantes do pagamento de dividendos das empresas. Entre tais teorias, merecem menção cinco delas, sendo a teoria do pássaro na mão, a teoria da agência, a teoria de preferência tributária, a teoria da sinalização e a teoria do efeito clientela.



A) Teoria do pássaro na mão

Conhecida também como teoria da preferência pelos dividendos, esta teoria advém dos estudos de Lintner (1962) e Gordon (1963) que sustentam uma relação negativa entre risco e dividendos. Segundo os referidos autores, o risco das ações reduz conforme crescem os dividendos distribuídos pelas empresas.

Neste sentido, mais especificamente, a redução do risco das ações ocorre conforme o investidor recebe dividendos advindos dos resultados da empresa, reduzindo a incerteza sobre a realização do ganho de capital em função da venda da ação. Logo, de forma contrária, a redução do pagamento de dividendos sinaliza aos investidores um aumento ao risco do investimento (Lintner, 1962; Gordon, 1963).

Na pesquisa de Brav, Graham, Harvey e Michaely (2008) foi verificada a influência da redução dos tributos sobre dividendos na adoção da política de dividendos. Os achados evidenciaram que há maior relevância aos aspectos de estabilidade e fluxo de caixa futuros em relação aos efeitos tributários nas decisões sobre a política de dividendos.

B) Teoria da agência

O estudo de Rozeff (1982) destacou que há duas correntes na literatura de dividendos, a de que os agentes e investidores são perfeitos, buscando determinar o porquê são pagos os dividendos e, outra corrente que considera que os agentes são imperfeitos, estando centrada no alinhamento entre os interesses dos gestores e acionistas. Neste sentido, a teoria da agência torna-se um instrumento eficiente para a análise dos conflitos entre as referidas partes.

Estando direcionada na relação entre o principal e o agente, tal teoria descreve a relação utilizando metaforicamente o contrato. Assim, a teoria busca determinar o contrato que regeria de maneira mais eficaz a relação entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976). Ademais, Jensen e Meckling (1976) conceituam “[...] a relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outra pessoa (agente) para executar algum serviço em seu nome, delegando alguma autoridade para a tomada de decisão do agente”. Neste sentido, Easterbrook (1984) trata que as políticas de dividendos devem ser concebidas com a finalidade de minimizar os custos de capital, agência e tributários.

Os montantes dos custos de agência devem possuir ligação direta com o pagamento de dividendos (Rozeff, 1982). Quanto maiores os custos de agência, maiores devem ser os dividendos distribuídos. No tocante a distribuição de dividendos, La Porta *et al.* (2000) sugerem que os dividendos podem atuar de maneira semelhante à proteção legal aos acionistas minoritários, pois a distribuição de dividendos torna a empresa com maior visibilidade aos investidores a partir da redução das retenções de lucros, que diminuem as possibilidades de expropriação de recursos por parte dos acionistas majoritários.

Empiricamente, Procianny (1994) analisou os conflitos de agência entre controladores e acionistas minoritários. O estudo verificou entre o período de 1987 e 1989 as influências da alteração tributária no pagamento de dividendos. Apesar de esperar um aumento na distribuição dos resultados, as evidências sugeriram que os controladores tendem a reter a maior quantidade de lucros possíveis.

Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) analisaram a relação entre o nível de governança corporativa e a regularidade no pagamento de dividendos de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa entre o período de 2001 e 2010. Os achados evidenciaram que o tempo de adoção a governança corporativa, com exceção da tradicional, possui uma relação inversa à regularidade de pagamento de dividendos, podendo ser influenciado por possíveis gerenciamentos de resultados em empresas não enquadradas ou com pouco tempo de adoção.



Além disso, no tocante a governança corporativa, tem-se que seu nível possui relação apenas na regularidade do pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais.

C) Teoria da preferência tributária

A teoria da preferência tributária advém das interferências do Estado no mercado, como a partir da instituição de tributos, que consequentemente podem influenciar na escolha dos investidores quanto a melhor forma de rendimento. Mais especificamente, a tributação mais onerosa aos dividendos pode influenciar na sua distribuição, interferindo nas decisões acerca da distribuição de dividendos (Miller & Scholes, 1982).

Caso os dividendos possuam uma tributação maior do que ganhos de capital, os acionistas distribuiriam menos dividendos e retêm os lucros (Farrar, Farrar & Selwyn 1967; Brennan, 1970). Logo, segundo Diehl *et al.* (2010), essa teoria define que os investidores escolherão a opção menos custosa entre dividendos e ganhos de capital quanto ao recolhimento de tributos.

Fonteles *et al.* (2013) analisaram o perfil das empresas pertencentes ao Índice de Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa para investigar os possíveis determinantes das políticas de dividendos de tais organizações. A amostra do estudo foi composta por 35 firmas pertencentes ao IDIV em outubro de 2011. Seus resultados apontaram que a distribuição de dividendos obrigatória conforme legislação é a mais encontrada como determinante nas empresas analisadas.

D) Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização, segundo Ross (1977), possui ligação com a assimetria informacional. A sinalização aponta que os dividendos comunicam aos investidores informações sobre os fluxos de caixa da organização, influenciando positivamente ou negativamente o preço da ação, de acordo a variância do nível de pagamento de dividendos. Ademais, Miller e Rock (1985) relatam que tal teoria postula que as empresas conseguem sinalizar ao mercado as perspectivas de fluxo de caixa futuro a partir da política e efetiva distribuição dos dividendos.

A hipótese da sinalização também foi pesquisada por Procianoy e Verdi (2009) que analisaram o mercado brasileiro entre o período 1996 a 2000. Os achados apresentam que o preço de mercado é maior para os dividendos não antecipados. As evidências da teoria da sinalização sugerem a existência da sinalização por parte das empresas ao mercado.

E) Efeito clientela

Em função da incerteza do mercado, os dividendos possuem valores informativos aos investidores. Neste sentido, a distribuição de lucros a partir de dividendos ou outros meios de distribuição irão influenciar os preços das ações no mercado (Procianoy & Poli, 1993).

O efeito clientela sugere que empresas definem as suas políticas de dividendos a partir da avaliação de prioridades de seus investidores, como satisfazer as necessidades de seus acionistas (Elton & Gruber, 1970). Logo, os investidores que buscam ganhos a partir de dividendos irão selecionar empresas com altos níveis de distribuição, enquanto que investidores que não visam o recebimento de dividendos, acreditando no ganho de capital, investirão em empresas com menores níveis de distribuição de dividendos.

Procianoy e Verdi (2009) analisaram a hipótese do efeito clientela nas ações das empresas brasileiras no período 1996 a 2000. Os resultados evidenciaram que o preço da ação é maior quando o dividendo não é antecipado e, no caso dos dividendos pré-anunciados, os



preços das ações foram maiores do que os esperados, não sustentando a hipótese do efeito clientela na amostra analisada.

2.3 Estudos Anteriores Bases das Variáveis

A pesquisa de Martins e Famá (2012) destacou que o assunto relacionado à política de dividendos adotada pelas organizações consiste em um dos mais controversos no campo das finanças corporativas e, este fato, impulsionou uma série de estudos acerca do tema, principalmente no século XXI, em que as pesquisas empíricas ganharam maior amplitude em nível mundial. Neste sentido, La Porta *et al.* (2000) em seu estudo, verificaram o motivo pelo qual as empresas pagam dividendos. Para tanto, a amostra foi composta por mais de 4.000 firmas de 33 países, incluindo mexicanas, com dados de 1989 a 1994. Entre os achados, tem-se que empresas com crescimento acelerado pagam dividendos menores do que organizações com crescimento desacelerado, consistente com a ideia de que os acionistas estão dispostos a esperar por seus dividendos quando deslumbram oportunidades de investimentos positivas.

As contribuições de Kania e Bacon (2005), em sua pesquisa, partem de uma série de questionamentos, como: O que motiva uma corporação pagar dividendos? Quais fatores financeiros específicos de gestão interferem na criação ou alteração da política de dividendos de uma empresa? Que fatores são comuns em empresas que emitem dividendos aos seus acionistas? Percebendo que ainda não há na literatura um único entendimento consolidado acerca do assunto, procuraram contribuir com a formação do conhecimento buscando identificar o impacto de determinadas variáveis financeiras sobre a política/decisão de dividendos de uma empresa. A amostra da pesquisa foi robusta, contendo organizações de capital aberto listadas nas principais bolsas norte-americanas (como *NASDAQ* e *NYSE*) com dados financeiros derivados da base *Multinvestor*®. Nove variáveis foram testadas, sendo: rentabilidade, crescimento das vendas, risco, liquidez, endividamento, controle, influência institucional, investimentos em capital e crescimento da rentabilidade. Os resultados, em suma, confirmam sete das nove relações esperadas, apoiando inúmeras teorias de dividendos existentes na literatura. Cabe destacar que, as duas variáveis rejeitadas foram endividamento e influência institucional, que apresentaram sinal positivo e negativo, respectivamente, contrário ao esperado.

No contexto brasileiro, Mota (2007) analisou as motivações existentes para com a definição da política de distribuição (incluindo dividendos) das empresas brasileiras. A amostra foi composta por organizações de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, tendo-se a lacuna temporal de 2000 a 2005 como foco de estudo. Os achados revelam que a existência de fluxo de caixa, a estabilidade deste, o baixo nível de endividamento, boas práticas de governança corporativa e reduzidas oportunidades de investimento são fatores que impulsionam as empresas distribuírem parcela mais elevada de seus lucros.

A investigação sobre dividendos, na pesquisa de Setia-Atmaja *et al.* (2009), analisou a dívida e a estrutura de administração em empresas familiares e não familiares da Austrália. A amostra foi composta por 316 firmas que geraram 1.530 observações derivadas da Bolsa de Valores Australiana, sendo o período de análise de 2000 a 2005. Os resultados indicam que as organizações controladas por famílias possuem pagamento de dividendos mais elevados, além de níveis de endividamento mais altos e menores níveis de independência do conselho quando comparadas as empresas não familiares. Logo, concluem que dividendos e dívida em empresas familiares são os mecanismos de governança mais eficazes para mitigar a expropriação dos acionistas minoritários das riquezas das famílias.

Diante da amplitude de constatações acerca do assunto, Gupta e Banga (2010) relatam que a decisão de dividendos de uma empresa é resultado de inúmeras considerações



desenvolvidas ao longo do tempo. Neste sentido, Gupta e Banga (2010) realizaram levantamento e, posteriormente, reexaminaram vários fatores que tendem a influenciar a decisão de dividendos conforme a literatura. Para tanto, investigaram 160 empresas pertencentes a 16 setores da economia da Índia. Os achados revelam que os principais fatores que interferem na distribuição de dividendos são endividamento, liquidez e rentabilidade, sendo o primeiro negativamente relacionado à distribuição de dividendos e os demais positivamente relacionados a tal variável.

Abor e Bokpin (2010) investigaram os efeitos das oportunidades de investimentos sobre a política de pagamento de dividendos. Para tanto, fizeram uso de robusta amostra, composta por empresas situadas em 34 países emergentes, incluindo Brasil e México e, analisaram dados de 1990 a 2006. Os achados apontam uma relação significativamente negativa entre oportunidade de investimento e política de pagamento de dividendos. Tal fato corrobora com literatura existente, uma vez que firmas com alto potencial de investimento tendem a distribuir poucos dividendos visando manter recursos para financiar as oportunidades existentes no mercado.

Recentemente, Forti *et al.* (2015) buscaram verificar os aspectos que compreendem a política de distribuição de proventos de organizações brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para isto, analisaram 300 empresas que proporcionaram 3.671 observações correspondentes aos anos de 1995 a 2011. Os achados da pesquisa foram significantes para 10 variáveis, sendo que ROA, *Market to Book Value*, crescimento dos lucros, liquidez e tamanho influenciam positivamente na distribuição de dividendos, enquanto Beta, *Capex*, endividamento, liquidez elevada ao quadrado e *Tag Along* 100% estão negativamente relacionadas com os dividendos distribuídos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o propósito de verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas, a presente pesquisa é estruturada quanto aos objetivos como descritiva, por observar variáveis sem manipulá-las. Os procedimentos são de análise documental, uma vez que os dados utilizados são derivados da base Thomson® e elementos divulgadas nos *websites* da BM&FBovespa e Bolsa de Valores Mexicana (BMV), onde delineou-se quais firmas se enquadram como familiares. Por fim, a abordagem do problema é definida como quantitativa, por fazer uso de técnicas estatísticas.

Para definir as empresas familiares que compõem a amostra de pesquisa, buscou-se relacionar se há membros na organização que exercem a função de *Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO) ou Presidente do Conselho de Administração e que possuem ligação familiar com o fundador da organização. Cabe destacar que tais parâmetros foram determinados conforme embasamentos teóricos como de Anderson e Reeb (2003) afirmando que uma característica comum das empresas familiares é que os membros da família exercem o cargo de CEO da empresa ou outra função de alta gestão e, ainda, Shyu (2001), relatando que nestas firmas integrantes da família agem como membros do conselho e ocupando cargos de diretoria. Destaca-se, que as demais organizações que não possuem as características supramencionadas foram, portanto, classificadas como não familiares.

Neste sentido, a população do estudo corresponde às empresas familiares e não familiares do Brasil e do México listadas na BM&FBovespa e BMV, respectivamente, sendo estas as duas principais bolsas de negociação de títulos na América Latina. Posteriormente, para definir a amostra de pesquisa, foram excluídas as empresas que não dispunham de todas as informações necessárias para cálculo das variáveis e as organizações do setor financeiro por possuíam peculiaridades advindas da atividade de atuação, resultando em uma amostra



final de 112 empresas Brasileiras e 46 empresas Mexicanas. A coleta de dados abrangeu o período de tempo de 5 anos, sendo mais especificamente de 2010 a 2014, lapso temporal este análogo a de estudos anteriores como de Mota (2007) no Brasil e Setia-Atmaja *et al.* (2009) com empresas da Austrália e, assim, remanejado também para abranger o período pós crise mundial de 2008, que pode ter interferido na política de dividendos das organizações e, assim, suscetível a vieses, sendo, portanto eliminado do estudo.

Para análise dos dados, inicialmente foi elaborada a estatística descritiva das variáveis estudadas. Na sequência, foram operacionalizados os modelos de regressão para as empresas brasileiras e mexicanas, a fim de responder o problema de pesquisa previamente formulado. Cabe destacar ainda que, foram observados todos os pressupostos da regressão, como de não haver, problemas de multicolinearidade entre as variáveis, conforme determinado pelo teste de Fator de Inflação de Variância (VIF). Assim sendo, apresenta-se a Tabela 2, que compõem as variáveis relacionadas ao estudo.

Tabela 2 – Descrição das Variáveis das Regressões

Dimensão	Indicador	Fórmula	Relação Esperada	Autores que embasam a Fórmula/Relação
Dependente 01	Dividendos escalonados por Ativo Total (DIV_AT)	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Ativo Total}}$		Forti, Peixoto e Alves (2015)
Dependente 02	Dividendos escalonados por Lucro Líquido (DIV_LL)	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro Líquido}}$		Kania e Bacon (2005); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Forti, Peixoto e Alves (2015)
Independente	Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	+	Gupta e Banga (2010); Abor e Bokpin (2010)
Independente	Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo Circ.} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	+	Gupta e Banga (2010)
Independente	Endividamento (END)	$\frac{\text{Pas. Circ.} + \text{Pas. Não Circ.}}{\text{Ativo Total}}$	+/-	Kania e Bacon (2005); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Gupta e Banga (2010)
Independente	Tamanho (TAM)	LN do Ativo Total	+	Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Forti, Peixoto e Alves (2015)
Independente	Investimento em Imobilizado (INVI)	$\frac{\text{Imob. t} - \text{Imob. t} - 1}{\text{Imob. t} - 1}$	-	Abor e Bokpin (2010); Forti, Peixoto e Alves (2015)
Independente	Lucro por Ação (LCAC)	$\frac{\text{Valor Final Ação em t} - \text{Valor Inicial Ação em t}}{\text{Valor Inicial Ação em t}}$	+/-	Gupta e Banga (2010)
Independente	Dummy Propriedade (D_PROP)	0 – Familiar; 1 – Não Familiar.	+/-	Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com o uso das variáveis expostas na Tabela 2, foram elaborados os modelos de regressão para a análise. Deste modo, segue abaixo as equações que serão utilizadas para testar os pressupostos de análise relacionados às políticas de dividendos das organizações,



sendo estes operacionalizados especificamente em dois modelos, com os dividendos escalonados pelos ativos totais e lucro líquido, respectivamente, para efeito de robustez.

$$\begin{aligned}
 DIV_AT = & \beta_0 + \beta_1 RENT + \beta_2 LIQ + \beta_3 END + \beta_4 TAM + \beta_5 INVI + \beta_6 LCAC + \beta_7 D_PROP + \beta_8 Ano2009 \\
 & + \beta_9 Ano2010 + \beta_{10} Ano2011 + \beta_{11} Ano2012 + \beta_{12} Ano2013 + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 DIV_LL = & \beta_0 + \beta_1 RENT + \beta_2 LIQ + \beta_3 END + \beta_4 TAM + \beta_5 INVI + \beta_6 LCAC + \beta_7 D_PROP + \beta_8 Ano2009 \\
 & + \beta_9 Ano2010 + \beta_{10} Ano2011 + \beta_{11} Ano2012 + \beta_{12} Ano2013 + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Portanto, ambos os modelos acima descritos serão testados em separado para empresas familiares do Brasil e do México, para posterior análise individualizada e, também, comparativa dos países. Cabe destacar, por fim, serão utilizadas análises com base em resultados obtidos por planilhas eletrônicas, com fins de tabulação e da estatística descritiva e, principalmente, com uso de métodos estatísticos apresentados por *software* específico como o SPSS 21® para a regressão linear múltipla.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

Num primeiro momento, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis que compõem a pesquisa, contendo duas variáveis dependentes numéricas – DIV_AT e DIV_LL – e, sete variáveis independentes, subdivididas em numéricas – RENT, LIQ, END, TAM, INVI e LCAC – e, categórica – D_PROP. Além disso, tem-se também o test-t de *student*, que visa comparar as médias das variáveis entre empresas brasileiras e mexicanas, distinguindo se há, ou não, diferença significativa entre os dois grupos. Desta forma segue, portanto, a Tabela 3 para posteriores inferências:

Tabela 3 – Estatística Descritiva e Test-t de Student das Variáveis Numéricas e Categórica por País – Brasil e México

Variáveis Numéricas	Estatística Descritiva				Teste-t	
	Brasil		México			
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio Padrão	T	Sig.
DIV_AT	0,0273	0,0379	0,0204	0,0325	2,561	0,011*
DIV_LL	0,3494	0,0750	0,2731	0,3883	2,584	0,010*
RENT	0,0859	0,0750	0,0917	0,0603	-1,133	0,258
LIQ	1,8459	1,0737	2,3262	1,5223	-4,361	0,000*
END	0,5792	0,1865	0,4995	0,1824	5,537	0,000*
TAM	22,1680	1,3932	22,2486	1,5223	-0,692	0,489
INVI	0,1133	0,3117	0,1482	0,2223	-1,769	0,077**
LCAC	0,0814	0,3864	0,2612	0,5155	-4,766	0,000*
Variável Categórica	Não Familiar	Familiar	Não Familiar	Familiar		
D_PROP	49,11%	50,89%	36,96%	63,04%		

* Significância ao nível de 5%; ** Significância ao nível de 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme tabela 3, nota-se que, das oito variáveis numéricas do estudo, seis apresentam diferenças de médias significativas entre os dois países foco de análise, sendo tais inferências significantes ao nível de 5% ou 10%. Mais especificamente, quanto as variáveis dependentes do estudo – DIV_AT e DIV_LL – verifica-se que no Brasil, as empresas adotam



política de distribuição de dividendos superior as organizações mexicanas, dado este evidenciado tanto quando escalonado tal variável tanto pelos ativos totais da firma como pelo lucro líquido organizacional.

Neste sentido, alguns fatores podem, em tese, explicar tais resultados. Conforme a variável INVI, é possível observar que organizações brasileiras tem, no período em estudo, investido menos em seu imobilizado comparativamente as organizações mexicanas, sendo tais achados significantes ao nível de 10%. Desta forma, tal resultado pode ser entendido, conforme prerrogativas de Abor e Bokpin (2010), de que firmas tendem a distribuir menos dividendos quando investem mais, visando alcançar resultados futuros superiores.

Além disso, a variável categórica D_PROP aponta que para a amostra de pesquisa em questão, no México, quase 2/3 (dois terços) das empresas são familiares, enquanto no Brasil tais organizações representam praticamente metade das firmas em análise. Neste sentido, autores da área postulam que as famílias possuem forte incentivo para desapropriar a riqueza dos menores acionistas, resultando inclusive em problema de agência (Setia-Atmaja *et al.*, 2009), o que, por consequência, justificaria menor distribuição por parte de organizações familiares que são proporcionalmente mais representativas no México.

Além disso, ainda com foco na questão de propriedade, historicamente tem-se o entendimento de que o orgulho e a identificação familiar com os interesses de uma empresa tendem a influenciar administradores a adotarem decisões que visam o fortalecimento da empresa em longo prazo (Donnelley, 1967), o que também justificaria menor distribuição de dividendos por tais organizações. Tal fato é identificado em concepções mais recentes, defendendo que empresas familiares possuem visão de longo prazo em termos de níveis de competitividade (Tillmann & Grzybovski, 2005), o que proporcionaria maior retenção dos lucros por organizações com tais características.

Por fim, aspectos econômicos também podem ser preponderantes para entender a diferença na distribuição de dividendos entre os países. O México foi um dos países mais afetados pela crise financeira de 2008 que iniciou nos Estados Unidos, uma vez que, este é o seu principal parceiro econômico (Instituto Mexicano para La Competitividad A. C., 2013), impulsionado pela localização geográfica. Desta forma, mesmo que o período em análise é pós-crise, o reestabelecimento de nações fortemente afetadas por crises geralmente é lento, podendo ser refletida por vários anos, principalmente em economias emergentes, que já são instáveis por natureza. Além disso, o Brasil, apesar de também ser uma economia emergente, apresenta números, conforme dados do Banco Mundial (2015) de PIB per capita médio no período superior ao do México em 21,4%, o que pode contribuir para a maior riqueza distribuída por organizações brasileiras.

Por fim, destaca-se que as duas variáveis que não são significativamente diferentes entre os países – RENT e TAM -, por sua importância, demonstram que as organizações destas nações possuem determinadas similaridades, como de *performance* corporativa. Analisado a Tabela 3, apresenta-se a seguir, na Tabela 4, os resultados da regressão linear múltipla que busca identificar especificamente os determinantes da distribuição de dividendos para o contexto brasileiro e mexicano, respectivamente, que será foco de análise posterior.



Tabela 4 – Resultados da Regressão Linear Múltipla

Variáveis	Dividendos/Ativo Total				Dividendos/Lucro Líquido			
	Brasil		México		Brasil		México	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
RENT	0,372	0,000*	0,270	0,000*	1,783	0,000*	1,270	0,004*
LIQ	-0,001	0,420	0,002	0,084**	-0,020	0,169	0,014	0,418
END	-0,042	0,000*	-0,018	0,097**	-0,308	0,000*	-0,378	0,014*
TAM	0,002	0,017*	0,001	0,492	0,027	0,007*	0,011	0,533
INVI	0,001	0,862	-0,002	0,756	-0,001	0,990	0,069	0,534
LCAC	-0,005	0,078**	-0,003	0,312	0,046	0,207	-0,060	0,210
D_PROP	0,010	0,000*	0,014	0,000*	0,048	0,0981**	0,105	0,047*
(Constante)	-0,013	0,467	-0,010	0,723	-0,164	0,483	0,135	0,730
R2	0,605		0,401		0,210		0,136	
Sig. Modelo	0,000*		0,000*		0,000*		0,000*	
Durbin-Watson	1,917		1,710		1,946		1,658	
VIF	<1,38		<1,31		<1,38		<1,31	
Nº Obs.	560		230		560		230	

*Significância ao nível de 5%; **Significância ao nível de 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme evidencia a Tabela 4, os modelos de regressão demonstraram significância ao nível de 5% para ambos os países analisados, o que permite inferir relações para a amostra. O R² dos modelos possuem diferenças entre os países analisados, sendo que seu poder explicativo para as variáveis dependentes variou entre o mínimo de 13,6% e máximo de 60,5%. O *Durbin-Watson* das regressões manteve-se próximo ao valor ideal que é de 2 e, por fim, o teste *VIF* demonstra a inexistência de multicolinearidade nas variáveis utilizadas.

Inicialmente, verifica-se que no Brasil cinco variáveis ligadas à relação de dividendos foram significantes há níveis de 5% ou 10%, enquanto no México quatro variáveis foram significativas pelos mesmos modelos. Mais especificamente, tem-se primeiramente que a rentabilidade está positivamente relacionada com a distribuição de dividendos, tanto na variável escalonada pelo ativo total como pelo lucro líquido e em ambos os países, sendo que tal relação positiva conota que empresas rentáveis tendem a distribuir montantes superiores de dividendos aos seus acionistas (Gupta & Banga, 2010).

Ademais, a liquidez das empresas não está relacionada com a distribuição de dividendos para as empresas brasileiras e, no México, houve significância positiva para os dividendos escalonados pelo ativo total, sendo apenas há nível de 10%. Os resultados do México suportam a hipótese defendida por Gupta e Banga (2010) de que empresas com folga de recursos possuem potencial para distribuir maior volume de dividendos.

Contudo, como defendem Forti *et al.* (2015), a relação entre liquidez e dividendos a partir de certo nível é negativa, pois as empresas tendem a restringir os pagamentos para manutenção das atividades. Esta relação pode dar-se também pelo fato de que empresas com grande potencial de investimento possuem preferência em manter recursos superiores nas atividades operacionais, distribuindo menos dividendos para garantir a possibilidade de financiamento em caso de novas oportunidades no mercado (Abor & Bokpin, 2010). Outro aspecto que pode contribuir para a referida situação é a existência da distribuição de dividendos obrigatória, pois algumas empresas podem optar por distribuir apenas o mínimo obrigatório aos acionistas e preferir por outras formas de distribuição menos onerosas, vindo de encontro com a teoria da preferência tributária (Fonteles *et al.* 2013). Tais conjunturas diferenciadas podem, portanto, explicar a não existência de significância estatística entre



liquidez e a política de dividendos, em três dos quatro modelos operacionalizados nesta pesquisa, uma vez que há entendimentos ambíguos de sua real relação com a política de dividendos organizacional.

O endividamento, por sua vez, apresentou significância negativa para ambas variáveis dependentes ao grau de 5%, com exceção para a relação dividendos escalonado pelo ativo total em empresas mexicanas, onde houve significância apenas ao nível de 10%. Desta forma, pode-se inferir que empresas com maiores níveis de endividamento tendem a distribuir menos dividendos do que organizações que fazem uso com maior intensidade de recursos próprios. Tal fato corrobora com a literatura, pois segundo Jensen, Solberg e Zorn (1992), esse comportamento é observado pela necessidade de um fluxo de caixa superior para a manutenção das atividades. Neste sentido, as empresas alavancadas irão restringir o pagamento de dividendos. Esta tendência também corrobora com o estudo de Mota (2007), que observou relação negativa entre o endividamento e a distribuição de dividendos e Forti *et al.* (2015) que apontaram a alavancagem organizacional como um fator limitante na distribuição de dividendos.

A variável tamanho, por sua vez, apresentou significância no Brasil ao nível de 5%, sinalizando que as maiores empresas brasileiras distribuem mais dividendos, convergindo com a literatura que destaca a maior tendência de distribuição de dividendos por parte de firmas de grande porte (Forti *et al.*, 2015). No México, contudo, a referida variável não apresentou significância, o que, em tese, está em desacordo com a literatura existente. Neste sentido, ressalta-se que empresas com tamanho e maturidade superiores tendem a distribuir mais dividendos (Mota, 2007). Assim, uma variável não contemplada no estudo que poderia identificar o comportamento não significativo para as organizações mexicanas é a idade das empresas, visando identificar a maturidade da organização. Pesquisas futuras podem, portanto, buscar a evolução do conhecimento buscando vincular além da dimensão tamanho a maturidade organizacional.

Na sequência, a variável investimento em imobilizado não apresentou significância, mesmo a literatura prévia sinalizando que as empresas com maiores níveis de investimentos apresentam menores níveis de pagamento de dividendos (Forti *et al.*, 2015). Esta situação reflete o nível de crescimento da organização, que segundo La Porta *et al.* (2000), as organizações com crescimento acelerado retêm mais lucros do que organizações com crescimento desacelerado e, neste caso, os acionistas esperam retornos positivos no futuro. Os achados deste estudo podem não ter apresentado significância tendo em vista a existência de empresas que atuam em diversos setores industriais ou, ainda, de que tais empresas com alto nível de investimento possuem volume de recursos suficientes para financiar sua expansão e, ainda assim, distribuir dividendos equivalentes às demais empresas que pouco investem em seu imobilizado. Desta forma, tal relação precisa ser melhor investigada em pesquisas futuras para sua sólida compreensão.

No tocante ao lucro por ação, os resultados foram significantes ao nível de 10% apenas na relação entre dividendos e ativo total no Brasil, denotando que quanto maior a distribuição de dividendos menor o lucro por ação. Esta tendência de retenção de lucros pode ter influências de fatores como a distribuição de dividendos obrigatória, que segundo Fonteles *et al.* (2013) faz com que muitas empresas distribuam por meio de dividendos apenas o mínimo determinado por lei aos acionistas. Outra situação não medida pelas variáveis e apontada por Francis *et al.* (2005) é a rentabilidade, pois empresas com maiores retornos sobre o patrimônio líquido distribuiriam menos dividendos em função da retenção dos lucros que se tornam uma melhor opção para investimento aos acionistas. Logo, de fato, nossos resultados sugerem que no Brasil, o mercado valoriza mais a adoção por organizações de uma



política de dividendos controlada, visando resultados futuros superiores em contrapartida à distribuição de dividendos mais elevada no presente.

Por fim, a variável propriedade mostrou-se significativa em ambos os países nos quatro modelos, sendo ao nível de 5% ou 10%. Neste sentido, observou-se a tendência da literatura acerca das empresas familiares distribuírem menos dividendos em relação as empresas não familiares, pois segundo Tillmann e Grzybovski (2005), organizações familiares possuem uma visão de longo prazo em busca da competitividade. Isso entraria em confronto com a distribuição de dividendos que visa o comportamento de curto prazo.

Portanto, tem-se que rentabilidade, endividamento, tamanho, lucro por ação e propriedade possuem potencial para explicar a forma como as empresas brasileiras distribuem dividendos, enquanto no contexto mexicano, rentabilidade, liquidez, endividamento e propriedade são potenciais determinantes da política de distribuição de dividendos, havendo assim algumas similaridades encontradas em ambos os contexto emergentes estudados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas familiares e não familiares brasileiras e mexicanas. Os resultados apontam que os fatores que influenciam os pagamentos de dividendos de organizações brasileiras e mexicanas são, majoritariamente, similares aos de estudos anteriores desenvolvidos em todo o mundo.

Neste sentido, quanto a variável rentabilidade, este estudo corrobora com Gupta e Banga (2010), em que os achados apontam que empresas com maior lucratividade distribuem maiores níveis de dividendos, relação encontrada tanto para o Brasil quanto para o México. Contudo, para a variável liquidez, apenas no México houve uma relação positiva, sinalizando que empresas que distribuem mais dividendos possuem maiores indicadores de liquidez.

No tocante ao endividamento, os resultados permitem inferir que a referida variável influencia negativamente na distribuição de dividendos, sendo convergente aos achados de Mota (2007) no contexto brasileiro e Gupta e Banga (2010) internacionalmente. Ademais, identificou-se que o tamanho da empresa influencia a distribuição de dividendos apenas para a amostra brasileira, não havendo, portanto, relação significativa para a amostra mexicana.

Além disso, os investimentos em imobilizado não apresentaram significância quanto à influência nas variáveis dependentes, não permitindo inferências para a amostra da pesquisa. Já a variável lucro por ação mostrou-se significativa apenas para o Brasil, com sinal negativo, denotando que acionistas que investem no mercado brasileiro estão dispostos a receber menor parcela de dividendos no presente a fim de maximizar seu investimento no futuro vinculado as oportunidades que a empresa pode explorar com os recursos retidos.

Por fim, tem-se a variável propriedade, apontando que organizações familiares tendem a distribuir menos dividendos em ambos os países analisados, corroborando com a literatura que trata o fator familiar como um indicativo de retenção dos lucros em função da visão de longo prazo dessas organizações (Donnelley, 1967; Tillmann & Grzybovski, 2005). Contudo, cabe destacar que pesquisas, como Setia-Atmaja *et al.* (2009) encontraram que organizações controladas por famílias distribuem maior proporção de dividendos, baseado no pressuposto de que quando as famílias estão envolvidas na administração das firmas, pode haver maior convergência entre acionistas e gestores. Contudo, os achados de Setia-Atmaja *et al.* (2009) foram observados no contexto australiano, sendo este um país desenvolvido, diferentemente de Brasil e México que são nações emergentes e, assim, o efeito da propriedade parece ser diferente em ambos os opostos contextos. Pesquisas futuras devem, sobretudo, explorar a questão de propriedade que pouco tem sido observado até então em pesquisas do tema.



Além disso, emergem-se algumas outras lacunas de pesquisa acerca dos determinantes da distribuição de dividendos destes países. Futuramente, pesquisadores podem explorar o fator liquidez e verificar se a existência de dividendos mínimos obrigatórios pode estar direcionando a retenção de lucro dessas organizações, podendo explorar também esta perspectiva na dimensão investimentos em imobilizados. Com relação ao tamanho, sugere-se para futuras pesquisas utilizar de forma agregada a medida de maturidade (idade) da organização, tendo em vista a questão destacada por Mota (2007). Por fim, destaca-se que as contribuições desta pesquisa estão fundadas em analisar dois países latino-americanos, tendo em vista que os estudos nesta região não exploraram a comparação entre os determinantes do pagamento de dividendos englobados neste estudo que são essenciais para o avanço da temática em uma perspectiva mais consistente e ampla.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), pp. 180-194.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), pp. 1301-1328.
- Bachmann, R. K. B., de Azevedo, S. U., & Clemente, A. (2012). Regularidade no pagamento de dividendos e governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 2(2), pp. 68.
- Banco Mundial (2015). *World Development Indicators*. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/countries>>. Acesso em: 11 dez. 2015.
- BENACHENHOU, A. (2013). Países Emergentes. *Fundação Alexandre de Gusmão*. Brasília: Funag.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2008). Managerial response to the May 2003 dividend tax cut. *Financial management*, 37(4), pp. 611-624.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (1997). *Princípios de finanças empresariais*. (5. ed.) Lisboa: Mcgraw-hill.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4), pp. 417-427.
- Diehl, C. A., Macagnan, C. B., Zanini, F. A. M., & Wickboldt, L. A. (2010). Metodologias em Artigos de Finanças sobre Dividendos nos Periódicos Brasileiros QUALIS/CAPES a partir de B2. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 4(2), pp. 18-35.
- Donnelley, R. G. (1967). A empresa familiar. *Revista de administração de empresas*, 7(23), pp. 161-198.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), pp. 650-659.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, pp. 68-74.
- Escosteguy, A. C. D & Gutfriend, C. F. (2007). *Leituras em comunicação, cultura e tecnologia* (Vol. 43). Porto Alegre: EdiPUCRS.



- Farrar, D. E., Farrar, D. F., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20(4), pp. 444-454.
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., de Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2013). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), pp. 173-204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), pp. 167-180.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39(2), pp. 329-360.
- Futema, M. S., Basso, L. F. C., & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), pp. 44-62.
- Gómez-Bezares, F., & Apraiz, A. (2013). Política de dividendos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 15, pp. 166-183.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, pp. 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), pp. 264-272.
- Gupta, A., & Banga, C. (2010). The determinants of corporate dividend policy. *Decision*, 37(2), pp. 63.
- Instituto Mexicano Para La Competitividad A.C. III. *México ante La Crisis que Cambió al Mundo – Acciones para Enfrentar la Crisis*. Disponível em: <http://imco.org.mx/wpcontent/uploads/2013/6/acciones_para_enfrentar_la_crisis_parte_4.pdf>. Acesso em: 11 dez. 2015.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of financial and Quantitative analysis*, 27(02), pp. 247-263.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.
- John, K., & Knyazeva, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. *Working Paper, New York University*.
- Kania, S. L., & Bacon, F. W. (2005). What factors motivate the corporate dividend decision. *ASBBS E-Journal*, 1(1), pp. 97-107.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: Further evidence. *Family business review*, 19(2), pp. 103-114.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), pp. 97-113.



- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*, pp. 243-269.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(SPE), pp. 39-53.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), pp. 24.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), pp. 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), pp. 1031-1051.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *The Journal of Political Economy*, pp. 1118-1141.
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo e Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Procianoy, J. L. (1994). *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. Tese de Doutorado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, 33(4), pp. 06-15.
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Dividend clientele, new insights, and new questions: the Brazilian case. *RAE eletrônica*, 8(1), pp. 1-25.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, pp. 23-40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), pp. 249-259.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), pp. 863-898.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), pp. 397-411.
- Tillmann, C., & Grzybovski, D. (2005). Sucessão de dirigentes na empresa familiar: estratégias observadas na família empresária. *Organizações & Sociedade*, 12(32), pp. 45-61.