



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 12, n. 1, p. 25-44, jan./mar., 2016

doi:10.4270/ruc.2016102
Disponível em www.furb.br/universocontabil



POLÍTICAS DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO COMPARATIVO ENTRE EMPRESAS BRASILEIRAS E NORTE-AMERICANAS¹

DIVIDEND POLICY: A COMPARATIVE STUDY BETWEEN BRAZILIAN AND AMERICAN COMPANIES

POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UN ESTUDIO COMPARATIVO ENTRE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS Y DE AMÉRICA DEL NORTE

Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará - FEAAC
Endereço: Rua Mendes Guimarães - 123 Apto 01, Pres. Kennedy
CEP: 60355-475 – Fortaleza – CE – Brasil
E-mail: dantebcviana@gmail.com
Telefone: (85) 98968-9534

Vera Maria Rodrigues Ponte

Doutora em Contabilidade e Controladoria pela FEA/USP
Professora da Universidade Federal do Ceará
Endereço: Av. Rui Barbosa - 255 Apto 1700 Torre Vin., Meireles
CEP: 60115-220 – Fortaleza – CE – Brasil
E-mail: vponte@fortalnet.com.br
Telefone: (85) 99104-9101

RESUMO

A política de dividendos das empresas apresenta-se como um componente de relevante importância nas organizações dado os seus impactos financeiros para as organizações e investidores. O presente estudo investiga os determinantes da política de dividendos de 105 companhias, sendo 58 brasileiras, listadas na BM&FBovespa, e 47 estadunidenses, listadas na bolsa de valores de Nova Iorque (*New York Stock Exchange* – Nyse). O período investigado abrange os sete exercícios anuais de 2008 a 2014, perfazendo um total de 406 observações para empresas brasileiras e 329 para firmas estadunidenses. A análise dos dados deu-se com o uso de um modelo de regressão múltipla, por meio de uma análise de dados em painel, adotando-se como variável dependente o índice *payout* e como variáveis independentes, mediante o apontado por estudos anteriores, tamanho, lucro líquido, estabilidade dos dividendos, oportunidade de crescimento, fluxo de caixa e endividamento. Na análise da regressão, verificou-se que, a pelo menos 90% de confiança estatística, as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras,

¹Artigo recebido em 09.07.2015. Revisado por pares em 28.01.2016. Reformulado em 10.03.2016. Recomendado para publicação em 15.03.2016 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 31.03.2016. Organização responsável pelo periódico: FURB.

ao passo que as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam a política de distribuição de lucros das firmas estadunidenses, aceitando-se a hipótese principal do estudo de que a política de dividendos de cada um dos dois países pode ser explicada por fatores específicos dos respectivos contextos econômicos.

Palavras-chave: Política de dividendos; Fatores determinantes; Dados em painel.

ABSTRACT

The companies' dividend policy is presented as a component of great importance in organizations given their financial impact for organizations and investors. This study investigates the determinants of dividend policy of 105 companies, 58 Brazilian, listed on the BM&FBovespa, and 47 American firms, listed on the New York Stock Exchange (NYSE). The investigation period covers seven years 2008-2014, a total of 406 observations for Brazilian companies and 329 for American firms. The data analysis occurred using a multiple regression model, with a panel data analysis, adopting as the dependent variable the payout ratio and as independent variables, through review of the literature on the subject, size, net income, stability of dividends, growth opportunities, cash flow and debt. In the regression analysis at least a 90% statistical confidence was found, the variables net income and stability of dividends can explain the dividend policy of Brazilian companies, while the variable stability of dividends, market value and cash flow explain the distribution policy of American firm profits, accepting the main hypothesis of the study that the dividend policy of each of the two countries can be explained by specific factors of their economic contexts.

Keywords: Dividend policy; Determining factors; Panel data.

RESUMEN

La política de dividendos de las empresas se presenta como un componente de gran importancia en las organizaciones, dado su impacto financiero para las organizaciones y los inversores. Este estudio investiga los posibles determinantes de 105 empresas de la política de dividendos, 58 de Brasil, que cotizan en el mercado BM&FBovespa, y 47 estadounidenses, que cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). El período de investigación abarca los siete años fiscales 2008-2014, un total de 406 observaciones de las empresas brasileñas y 329 para las empresas estadounidenses. El análisis de datos se produjo mediante un modelo de regresión múltiple, mediante un análisis de datos de panel, adoptando como la variable dependiente, y la proporción de pago como variables independientes, a través de la revisión de la literatura sobre el tema, tamaño, la utilidad neta, la estabilidad de los dividendos, las oportunidades de crecimiento, flujo de efectivo y deuda. En el análisis de regresión, se encontró que al menos el 90% de confianza estadística, las variables de los ingresos netos y la estabilidad de los dividendos pueden explicar la política de dividendos de las empresas brasileñas, mientras que la estabilidad de la variable de los dividendos, valor de mercado y flujo de caja a explicar la política de distribución de beneficios a las empresas estadounidenses, aceptando la hipótesis principal del estudio que la política de dividendos de cada uno de los dos países puede explicarse por factores específicos de sus contextos económicos.

Palabras clave: La política de dividendos; Factores determinante; Panel de datos.

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 1960, a temática Política de Dividendos vem sendo abordada na literatura de finanças (NAGEM; AMARAL, 2013). Nesse contexto, Ferreira et al. (2010)

argumentam ser a política de dividendos um dos temas de maior discussão e críticas na área de finanças, tanto pela abrangência das áreas que envolve, quanto pela falta de consenso ainda existente.

Entende-se a política de dividendos de uma empresa como sendo a decisão por reter ou distribuir seus lucros, o que impacta tanto seus disponíveis, para fins de aplicação, quanto seu grau de endividamento (RAMOS et al. 2014). Ressalta-se que no Brasil os dividendos propriamente ditos são apenas uma das formas de distribuir lucros aos investidores, podendo-se ainda remunerar os acionistas por meio de juros sobre o capital próprio, e bonificações em ações. Além disso, os acionistas podem obter ganhos na venda de suas ações.

No intuito de explicar esse tipo de postura empresarial, foram desenvolvidas algumas teorias, como a Teoria da Relevância dos Dividendos (DURAND, 1959), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIAN, 1961), a Teoria do Pássaro na Mão (GORDON, 1963; LINTNER, 1956), a Teoria da Preferência Tributária (DAMODARAN, 2002) e a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973).

Ramos et al. (2014) comentam que a maioria das pesquisas que envolvem a política de dividendos é baseada no modelo norte-americano, que contém, segundo Allen e Michaelly (2002), uma das principais bolsas de valores do mundo. Allen e Michaelly comentam ainda que os dividendos no mercado norte-americano são tributados à uma alíquota um pouco menor quando comparado à tributação ocorrida nos ganhos de capital, e que por conta dessa tributação, as empresas norte-americanas estão preferindo a política de recompra das ações a pagarem dividendos.

Em soma ao exposto, Boschi e Girardi (2000), Decourt e Procianoy (2012) e Mota e Eid (2007) apontam diversos fatores legais que diferenciam a política de dividendos de firmas brasileiras daquela adotada nos EUA, tais como (i) a não presença, nos EUA, da figura dos juros sobre o capital próprio como possibilidade de retorno financeiro aos acionistas; (ii) a existência, no Brasil, de um patamar mínimo obrigatório para os dividendos; (iii) e a tributação diferenciada entre os dois países, sendo que no caso brasileiro o recebimento de dividendos mostra-se mais vantajoso do que a recompra de ações.

Diante do exposto, a presente pesquisa propõe-se responder ao seguinte questionamento: Quais os determinantes da política de dividendos de empresas brasileiras e norte-americanas? O estudo tem por objetivo, portanto, investigar quais as diferenças existentes nos determinantes de distribuição de dividendos das empresas brasileiras e a das companhias norte-americanas, partindo de uma população constituída pelas 75 maiores firmas brasileiras e pelas 75 maiores empresas dos EUA, conforme seus valores de Ativo Total registrados nos respectivos balanços patrimoniais de 31/12/2014.

Nesse sentido, e em consonância com os aspectos anteriormente expostos, Vancin e Procianoy (2014, p.1) destacam que “os fatores que influenciam a distribuição de dividendos, tais como legislação e tributação, variam de país para país”. Dessa forma, o presente estudo adota como hipótese principal que os fatores determinantes da política de dividendos das firmas pesquisadas são divergentes de país para país.

O interesse em estudar a política de dividendos dos países deve-se, no caso brasileiro, ao grande destaque do país no cenário econômico mundial, “apontado em diversas pesquisas como uma das 15 maiores potências mundiais da atualidade” (OLIVEIRA et al., 2012); e, no caso dos EUA, por seu destaque inquestionável como a maior potência econômica do mundo.

Deve-se destacar que não foi identificada pesquisa do tipo *cross-country studies* que compare empiricamente os fatores determinantes da política de distribuição de lucros dos dois países. Portanto, busca-se com o desenvolvimento deste estudo o enriquecimento da literatura de finanças no que diz respeito à temática, que segundo diversos autores (DAMODARAN, 2002; NACEUR; GOAIED; BELANTES, 2006; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008) é um dos assuntos de maior relevância tanto no meio empresarial como no acadêmico.

O presente estudo está dividido em mais quatro seções além desta introdução. A seguir, apresenta-se o referencial teórico do estudo, onde são evidenciadas discussões de estudos relevantes sobre os determinantes da política de dividendos, tanto de empresas brasileiras como norte-americanas (seção 2). Após, apresentam-se os aspectos metodológicos utilizados (seção 3). Na sequência, são postulados os resultados da pesquisa (seção 4). Por fim, apresentam-se as conclusões finais da pesquisa bem como sugestões para pesquisas futuras (seção 5).

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Política de Distribuição de Dividendos

Entende-se por política de dividendos a implementação de uma deliberação da empresa, relacionada à proporção do lucro a distribuir com os acionistas (ALMEIDA; TAVARES. PEREIRA, 2014). Ressalte-se que o termo dividendo propriamente dito é a forma de distribuição do lucro apurado em dinheiro (ROSS, 2010) e a mais comum remuneração aos acionistas; contudo, não é a única. Destaque-se que os acionistas também podem ser remunerados através de juros sobre o capital próprio, no caso brasileiro; ou mesmo com ações, por meio de bonificações; e também na venda de ações.

A decisão quanto ao valor a distribuir e ao valor a reter depende da realidade de cada empresa. Buscando explicar a política de dividendos para cada cenário, foram desenvolvidas algumas teorias, como a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria do Pássaro na Mão (GORDON, 1963; LINTNER, 1956), a Teoria da Preferência Tributária (DAMODARAN, 2002) e a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973).

Segundo Miller e Modigliani (1961), partindo-se do pressuposto de um mercado com ausência de impostos ou corretagens, e no qual nenhum participante seja capaz de afetar o preço do mercado por meio de suas transações, a política de dividendos é irrelevante, ou seja, não altera o preço das ações e o custo de capital das empresas. Os autores argumentam que o que impacta o mercado é o potencial de criação de riqueza das firmas, e não a forma como ela é distribuída ou retida. Assim, conforme comentam Almeida, Tavares e Pereira (2014) acerca do estudo de Miller e Modigliani (1961), os investidores, no pressuposto de mercados perfeitos, são indiferentes quanto à origem de seus lucros. Assim, uma possível alteração na política de dividendos implicaria somente a mudança da distribuição do retorno total entre dividendos e ganhos de capital.

Segundo a Teoria do Pássaro na Mão, de Gordon (1963) e Lintner (1956), conforme aponta Ross (2010), um aumento na distribuição de dividendos contribui para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes. Nesse mesmo sentido, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662) comentam que “o valor da empresa será maximizado por um alto índice de distribuição de dividendos, porque os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que os potenciais ganhos de capital”.

Em contraposição ao mercado perfeito proposto por Miller e Modigliani (1961), Damodaran (2002) desenvolveu o que hoje na literatura de finanças acerca da temática se conhece como a Teoria da Preferência Tributária. A teoria se baseia no fato de que em países como os EUA, onde os dividendos são impactados por carga tributária maior que a de recompra de ações, os acionistas, na tentativa de se proteger da tributação, preferem empresas que retenham mais o lucro, em vez de distribuí-lo. Conforme argumentam Martins e Famá (2012, p. 26), essa teoria “é denominada radical, pois defende a menor distribuição de dividendos e afirma que o aumento do pagamento de dividendos pode provocar a redução do preço das ações”.

No que diz respeito à Teoria da Sinalização, de Spencer (1973), em mercados marcados pela assimetria informacional entre os indivíduos, as ações ou seus atributos são sinais de que,

direta ou indireta, e/ou intencionalmente ou por acidente, acabam por alterar suas crenças, transmitindo informações a outros indivíduos presentes no mercado (Spencer, 1973). Dessa forma, conforme apontam Fonteles et al. (2012), ao anunciar mudanças na política de dividendos, as empresas estão transmitindo informações ao mercado. Nesse sentido, diversos estudos foram desenvolvidos sobre política de dividendos nos pressupostos da Teoria da Sinalização, tanto em âmbito nacional (FONTELES et al., 2012; CORSO; KASSAI; LIMA, 2010; FIORATI, 2007; FREIRE; LIMA, 2005), como internacional (HAND; LANDSMAN, 2005; AKBAR; STARK, 2003).

2.2 Diferenças entre Brasil e EUA sobre a Temática

Conforme apontam Boschi e Girardi (2000) e Mota e Eid (2007) no que tange à política de dividendos, a realidade brasileira é significativamente diferente da norte-americana, principalmente quanto aos aspectos legais. No que diz respeito aos tributos incidentes sobre os dividendos, por exemplo, no Brasil, desde janeiro de 1996, não há qualquer tributação para os lucros distribuídos, o que faz com que os investidores recebam integralmente os valores distribuídos. Enquanto isso, nos EUA o recebimento de dividendos é tributado a uma taxa em torno de 35% (WESTON; BRIGHAM, 2000).

No Brasil, os ganhos de capital, que são calculados pela diferença entre o montante alienado e o custo de compra dos papéis, são tributados com imposto de renda pago pelo investidor, da ordem de 15%, se os títulos são negociados em operações de renda variável, e de 10% no caso contrário. Já nos EUA, essa tributação é de no mínimo 28% (WESTON; BRIGHAM, 2000).

A possibilidade de remunerar os acionistas por meio de juros sobre o capital próprio é uma realidade que não existe no mercado norte-americano, e que, no entanto, vem sendo praticado pelas firmas brasileiras desde 1996, com o advento da lei nº 9.249/1995. Saliente-se que essa norma possibilitou que a parcela destinada aos investidores na forma de juros sobre o capital próprio fosse contabilizada como despesa financeira, o que reduz a base de cálculo para fins de tributação de imposto de renda e contribuição social (IQUIPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; MOTA; EID, 2007). Frise-se, ainda, que na prática as empresas consideram os juros sobre o capital próprio como parte de sua política de dividendos. Assim, no Brasil, “torna-se eficiente para as empresas retribuir seus acionistas com o máximo possível de JSCP para aproveitar a vantagem tributária, e complementar com dividendos” (IQUIPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006, p. 7).

Ainda nesse contexto, conforme apontam Boschi e Girardi (2000), o mínimo obrigatório de destinação do lucro para os investidores, previsto no artigo 152 da Lei nº 6.404/1976, também não existe no mercado norte-americano.

Não somente fatores legais podem vir a diferenciar a política de dividendos dos dois países. Conforme argumentam Peixoto e Buccini (2013) e Mota e Eid (2007) com base na literatura do tema, as empresas brasileiras apresentam uma alta concentração de propriedade, quando comparadas às norte-americanas. Assim, Shleifer e Vishny (1997) comentam que a estrutura de propriedade e controle e o nível de proteção legal aos investidores são muito diversos quando vistos em proporções mundiais. Os autores argumentam que os EUA, o Reino Unido, a Alemanha e o Japão possuem sistemas de governança corporativa efetivos, já que apresentam estrutura de propriedade que favorece tal fato, bem como mecanismos legais de proteção aos investidores. Por outro lado, em contrapartida, os países que falham em mecanismos de governança são caracterizados pelo baixo nível de proteção legal e pela alta concentração de propriedade. São exemplos desse caso a Itália, os países da América Latina, a Rússia e a Índia (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

2.3 Estudos Empíricos anteriores sobre a Temática nos EUA e no Brasil

Diversos estudos estrangeiros foram desenvolvidos no intuito de investigar possíveis fatores determinantes da política de dividendos de empresas norte-americanas (GILL; BIGER; TIBREWALA, 2010; HELLSTROM; INAGAMBAEV, 2012; HOLDER; LANGREHR; HEXTER, 1998; MYERS; BACON, 2004; ROZEFF, 1982; WILLIAM; LLOYD, 1985). Da mesma forma, vários estudos nacionais investigaram fatores determinantes da política de distribuição do lucro de empresas brasileiras (FERREIRA et al., 2010; FONTELES et al., 2012; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; MOTA; EID JUNIOR, 2007).

2.3.1 Estudos Nacionais

No cenário brasileiro, por exemplo, Fonteles et al. (2012) investigaram quais os fatores condicionantes da política de distribuição de dividendos de 35 companhias brasileiras pertencentes ao Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa no período de 2010. Por meio da Análise de Componentes Principais (ACP), os resultados obtidos no estudo levantam indícios de que as variáveis Concentração, Rentabilidade, Prosperidade e Setor são capazes de explicar a distribuição de dividendos das firmas.

No mesmo sentido, Vancin e Procianoy (2014) analisaram os fatores que influenciam companhias listadas na BM&FBovespa a pagar dividendos, considerando a questão legal do assunto. Por meio de regressões múltiplas, em um período 2007 a 2011, variáveis como Rentabilidade, Endividamento, Investimento, Estabilidade da distribuição de anos anteriores, Receita, entre outras, apresentaram-se significantes para explicar a distribuição de dividendos das firmas brasileiras pertencentes à amostra. Os autores ainda enfatizam que o modelo de regressão composta por empresas que distribuem proventos acima do obrigatório apresenta maior poder de explicação, o que pode ser parcialmente explicado pelo fato de serem estas empresas as reais tomadoras da decisão de pagar dividendos, visto que empresas que pagam apenas o obrigatório simplesmente cumprem a legislação.

O Quadro 1 apresenta um resumo dos achados dos estudos de Fonteles et al. (2012) e Vancin e Procianoy (2014) assim como de outros estudos nacionais acerca da temática. Nesse sentido, é possível constatar-se que no Brasil, dos seis estudos analisados, as variáveis lucro, tamanho e estabilidade dos dividendos revelam-se as mais presentes.

Quadro 1– Estudos que investigaram fatores determinantes da política de dividendos de empresas brasileiras

Autoria	Ano ou período de análise	Amostra (n° de firmas)	Variáveis testadas como possíveis fatores da política de dividendos	Variáveis que apresentaram correlação positiva (+) ou negativa (-) com a política de dividendos
Vancin e Procianoy (2014)	2007 a 2011	496	Lucro; Endividamento; Investimento; Tamanho; Liquidez; Instabilidade das receitas; Dispersão; Estabilidade; Governança corporativa	Lucro (+); Endividamento (-); Dispersão (+); Estabilidade (+); Governança corporativa (-)
Fonteles et al. (2012)	2010	35	Controle; Fluxo de caixa; Tamanho; Setor; Segmento; Capital institucional; Lucro; Crescimento	Concentração (+); Lucro (+); Fluxo de caixa (+); Setor (+)
Ferreira et al. (2010)	1997 a 2004	108	Estabilidade dos dividendos;	Estabilidade (+); Oportunidade de crescimento (-); Tamanho (+)

			Receita; Oportunidade de crescimento; Tamanho; Liquidez corrente; Alavancagem financeira	
Mota e Eid (2007)	2000 a 2005	715(*)	<i>Payout</i> t-1; Fluxo de caixa; Receita; Tamanho; Alavancagem; Governança corporativa; Concentração de propriedade	<i>Payout</i> t-1 (+); Fluxo de caixa (+); Tamanho (+); Governança corporativa (+); Concentração de propriedade (-)
Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)	2000 a 2004	178	Assimetria de informações; Crescimento; Tamanho; Endividamento; Setor; Governança corporativa; <i>Insider</i> ; Tipo de acionista controlador	Oportunidade de crescimento (-); Fluxo de caixa (+); Endividamento (-); Governança corporativa (+); <i>Insider</i> (+)
Heineberg e Procionoy (2003)	1994 a 2000	196	Lucro; Estabilidade dos dividendos; Tributação; Inflação; Endividamento; Receita; Tamanho; Setor	Lucro (+); Estabilidade dos dividendos (+); Tributação (-); Tamanho (+); Setor (+)

(*) Os autores dizem investigar todas as empresas da BM&FBovespa, mas especificam somente o número de observações.

2.3.1 Estudos Estrangeiros

No que diz respeito às pesquisas que utilizaram empresas norte-americanas como amostra, comente-se, à título de exemplificação, acerca do estudo de Hellstrom e Inagambaev (2012), que investigaram os determinantes da distribuição de lucros de 87 companhias listadas na *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ). Testando as variáveis Fluxo de Caixa Livre, Crescimento, Alavancagem, Rentabilidade, Risco e Tamanho como possíveis determinantes da distribuição de lucros das firmas, os resultados das regressões múltiplas apontaram que somente as variáveis Fluxo de Caixa Livre, Tamanho, Crescimento e Risco são capazes de explicar a política de dividendos das empresas.

Gill, Biger e Tibrewala (2010) desenvolveram estudo similar, com uma amostra randômica de 266 companhias de diferentes setores da economia dos EUA. Com base nas análises empíricas realizadas, os autores comentam que o Lucro é uma variável altamente correlacionada com a distribuição de dividendos, no entanto, estando esse impacto condicionado à setores específicos, variando em função do setor econômico da empresa. Destaca-se ainda que nenhuma relação significativa pôde ser identificada entre o pagamento de dividendos para com as variáveis Fluxo de Caixa Livre, Valor de Mercado e Endividamento, contrariando parte dos achados de Hellstrom e Inagambaev (2012).

Em consonância com o Quadro 1, e no mesmo sentido da discussão provida por Hellstrom e Inagambaev (2012) e Gill, Biger e Ribrewala (2010), levantou-se também alguns estudos acerca dos determinantes da política de dividendos que utilizaram como amostra empresas estadunidenses, conforme pode-se observar no Quadro 2.

Quadro 2 – Estudos que investigaram fatores determinantes da política de dividendos de empresas dos EUA

Autoria	Ano ou período de análise	Amostra (n° de firmas)	Variáveis testadas como possíveis fatores da política de dividendos	Variáveis que apresentaram correlação positiva (+) ou negativa (-) com a política de dividendos
---------	---------------------------	------------------------	---	---

Hellstrom e Inagambaev (2012)	2006 a 2010	87	Risco; Crescimento; Endividamento; Fluxo de caixa livre; Tamanho	Fluxo de caixa (+); Tamanho (+) Crescimento (-); Risco (-)
Gill, Biger e Tibrewala (2010)	2006	266	Lucro; Fluxo de caixa; Crescimento; Valor de mercado; Endividamento	Lucro (+); Estabilidade dos dividendos (+)
Myers e Bacon (2004)	2001	67	ROE; Lucro; Endividamento; Crescimento; Valor de mercado das ações	Endividamento (+); Valor de mercado das ações (+)
Holder, Langrehr e Hexter (1998)	1983 a 1990	477	Fluxo de caixa livre; Risco; Tamanho	Fluxo de caixa livre (+); Tamanho (+)
William e Lloyd (1985)	1982	1000	Tamanho; Crescimento; Risco	Tamanho (+); Crescimento (-); Risco (-)
Rozeff (1982)	1981	1000	Risco; Crescimento; Número de acionistas	Risco (-); Crescimento (-); Número de acionistas (+)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com base no exposto no Quadro 2, observa-se que as variáveis mais recorrentes testadas em estudos em empresas norte-americanas são Risco e Endividamento. Nesse sentido, é possível observar-se ainda que em todos estudos apresentados no Quadro 2 onde foi possível verificar-se significância estatística da variável Risco como fator determinante da política de dividendo das firmas, esta apresentou-se como tendo impacto negativo.

Assim, mediante comparação dos quadros 1 e 2, constata-se que somente a variável Tamanho está presente de forma recorrente nos resultados dos estudos de ambos os países, o que pode indicar uma possível divergência entre os fatores determinantes da política de dividendos dos países em questão.

3 METODOLOGIA

O presente estudo classifica-se como descritivo, uma vez que identifica e obtém informações sobre as características de um problema específico (COLLIS; HUSSEY, 2005). Para responder a problemática proposta, utilizou-se abordagem quantitativa, utilizando técnicas estatísticas, na medida em que os dados coletados foram submetidos a testes estatísticos (MARTINS; THEÓFILO, 2009).

A população inicialmente considerada foi constituída por 150 companhias, reunindo as 75 maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, bem como as 75 maiores empresas estadunidenses listadas na Nyse em 20/05/2015. Comentou-se que o critério de escolha da população do estudo pautou-se na disponibilidade de informações econômico-financeiras das empresas listadas na Nyse no banco de dados da Economatica – fonte de dados do presente estudo – que no referido momento da coleta de dados disponibilizou, a priori, dados referentes à apenas 75 companhias estadunidenses. Nesse sentido, afim de preservar-se a equidade de observações entre os dois países, selecionou-se, concomitantemente, as 75 maiores empresas brasileiras.

Na sequência foram excluídas as empresas que não apresentaram algumas das informações referentes às variáveis do modelo de regressão, reduzindo-se a população para 109 empresas, sendo 61 empresas brasileiras e 48 estadunidenses. Por fim, mediante análise de valores muito distantes do comportamento geral do grupo e com o propósito de não enviesar os resultados, excluíram-se do grupo quatro *outliers*. Dessa forma, a amostra do estudo ficou definida em 105 companhias, sendo 58 brasileiras e 47 norte-americanas.

A análise dos dados compreendeu os exercícios de 2008 a 2014. Nesse sentido, destaca-se que frente aos estudos anteriores identificados no referencial teórico deste estudo, conforme Quadro 1 e Quadro 2, espera-se com a realização da presente pesquisa uma contribuição à temática tanto por trazer uma atualização temporal das análises quanto como pela abrangência de períodos investigados.

Para análise dos dados, utilizou-se modelo de regressão linear múltipla com dados em painel, adotando-se como variável dependente o índice *payout*, *proxy* da política de dividendos. Por meio de estudos anteriores, foram selecionadas variáveis que poderiam explicar a política de dividendos das empresas. O Quadro 3 evidencia tais variáveis.

Quadro 3 – Variáveis independentes e respectivas *proxies*

Variável	Proxy	Firmas brasileiras		Firmas estadunidenses	
		Fundamentação teórica	Impacto positivo (+) ou negativo (-) esperado na política de dividendos	Fundamentação teórica	Impacto positivo (+) ou negativo (-) esperado na política de dividendos
Tamanho	Logaritmo do Ativo	Ferreira et al. (2010); Mota e Eid (2007); Heineberg e Procianoy (2003)	+	Hellstrom e Inagambaev (2012); Holder, Langrehr e Hexter (1998); William e Lloyd (1985)	+
Lucro	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Vancin e Procianoy (2014); Fonteles et al. (2012); Heineberg e Procianoy (2003);	+	Gill, Biger e Tibrewala (2010)	+
Estabilidade dos dividendos	<i>Payout</i> t-1	Vancin e Procianoy (2014); Ferreira et al. (2010); Mota e Eid (2007); Heineberg e Procianoy (2003)	+	Gill, Biger e Tibrewala (2010)	+
Oportunidade de crescimento	Valor de Mercado / Ativo	Ferreira et al. (2010) Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)	-	Hellstrom e Inagambaev (2012) Rozeff (1982) William e Lloyd (1985)	-
Fluxo de caixa	ROA (Lucro Líquido / Ativo)	Fonteles et al. (2012); Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)	+	Hellstrom e Inagambaev (2012); Holder, Langrehr e Hexter (1998)	+
Endividamento	Exigível / Ativo	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006)	-	Myers e Bacon (2004)	+

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ferreira et al. (2010) encontraram uma correlação positiva entre tamanho e política de dividendos, partindo do pressuposto de que as firmas maiores têm mais acesso ao mercado financeiro e, de forma consequente, menos custos de financiamento e emissão, enfrentando, portanto, menos obstáculos para o pagamento de dividendos. Outros estudos nacionais (Mota

& Eid, 2007) e estrangeiros (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; HELLSTROM; INAGAMBAEV, 2012; HOLDER; LANGREHR; HEXTER, 1998; WILLIAM; LLOYD, 1985) encontram a mesma correlação.

A correlação positiva entre lucratividade e política de dividendos resultou de diversos estudos nacionais recentes, como os de Fonteles et al. (2012) e Vancin e Procianoy (2014), e em firmas norte-americanas, como os de Gill, Biger e Tibrewala (2010) e Heineberg e Procianoy (2003). O fundamento está no fato de que as companhias com maiores margens de lucratividade estão dispostas a distribuir mais dividendos do que na situação contrária. A correlação esperada, portanto, é que a lucratividade tenha impacto positivo na política de dividendos.

Sobre a estabilidade dos dividendos, Vancin e Procianoy (2014) comentam que, desde os estudos de Lintner (1956), diversas pesquisas demonstraram a tendência de estabilidade na política de dividendos, principalmente em países desenvolvidos. De acordo com os autores, os gestores tendem a manter constantes as taxas de remuneração dos acionistas. Esse fato pode ser corroborado por outros estudos nacionais, como os de Ferreira et al. (2010) e Mota e Eid (2007), bem como por pesquisas estrangeiras, como as de Gill, Biger e Tibrewala (2010) e Heineberg e Procianoy (2003), que constata empiricamente essa correlação.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) encontraram uma correlação negativa e significativa entre oportunidade de crescimento e pagamento de dividendos, com o argumento de que quando os gestores da empresa antecipam boas oportunidades de investimentos precisarão de maiores recursos para poder financiá-los, diminuindo, dessa forma, o pagamento de proventos. Estudos em firmas norte-americanas também encontraram a mesma correlação (HELLSTROM; INAGAMBAEV, 2012; WILLIAM; LLOYD, 1985; ROZEFF, 1982).

A correlação entre os fluxos de caixa de uma empresa e sua política de dividendos é por demais óbvia. Quanto maior o fluxo de caixa de uma companhia, maior deve ser a sua remuneração aos acionistas. É nesse cenário que Jagannathan, Stephens e Weisback (2000) comentam que as empresas com fluxos de caixa mais elevados tendem a aumentar a distribuição de seus lucros. Essas conclusões podem ser verificadas em estudos empíricos com firmas brasileiras (FONTELES et al., 2012; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006; MOTA; EID, 2007) e norte-americanas (HELLSTROM; INAGAMBAEV, 2012; HOLDER; LANGREHR; HEXTER, 1998).

No que diz respeito à correlação entre o nível de endividamento e a política de dividendos, espera-se uma divergência entre os dois países. No Brasil, segundo Vancin e Procianoy (2014), as firmas endividadas tendem a pagar somente o mínimo legal, já que utilizam seus fluxos de caixa livres para o pagamento das dívidas. Dessa forma, a medida que diminui a alavancagem nas firmas brasileiras, espera-se que aumente a remuneração dos acionistas, para acima do mínimo previsto. Nos EUA, as firmas endividadas não podem remunerar seus acionistas através de ganhos de capital, que é preferível a dividendos devido à tributação (DAMODARAN, 2002), já que o endividamento sinaliza para o mercado uma má gestão empresarial, o que faz baixar o valor dos papéis (MYERS; BACON, 2004). Dessa forma, segundo os autores, a maneira de remunerar seus acionistas dá-se por meio do pagamento de dividendos, que não é a melhor forma de remuneração aos investidores, devido à tributação dessa modalidade. Assim, conforme apontam Myers e Bacon (2004), em firmas estadunidenses, à medida que diminui o nível de endividamento, espera-se que diminua a distribuição de dividendos, já que, nesse cenário, a remuneração já ocorre através de ganhos de capital, que é preferível aos dividendos, tomando-se como fato a tributação menor.

Assim, a equação da regressão, como forma básica, segundo Gujarati e Porter (2011), pode ser assim representada:

$$\text{PAYOUT}_{it} = \alpha_i + \text{TAM}_{it}\beta_1 + \text{LUCRO}_{it}\beta_2 + \text{PAYOUT}_{it-1}\beta_3 + \text{MERC}_{it}\beta_4 +$$

$$ROA_{it}B_5 + END_{it}B_6 + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

PAYOUT: Payout

TAM: Tamanho

LUCRO: Lucro

MERC: Valor de mercado

ROA: Fluxo de caixa

END: Endividamento

β : coeficientes do modelo

ε : termo de erro

i: a empresa

t: o tempo

Os dados para compor essas variáveis, para ambos os países, foram coletados junto à base de dados Economática[®]. Existem basicamente três formas de simplificar e ajustar o modelo geral, a fim de torná-lo mais funcional: o Modelo *Pooled*, o *Fixed-Effects Model* (Modelo de Efeitos Fixos) e o *Random Effects Model* (Modelo de Efeitos Aleatórios).

A escolha do modelo mais adequado se dá mediante comparação por meio dos seguintes testes: (i) Teste de Chow, que compara a regressão *Pooled* com o Modelo de Efeitos Fixos; (ii) Teste de Breusch-Pagan, que compara a regressão *Pooled* com o Modelo de Efeitos Aleatórios; e (iii) Teste de Hausman, que verifica qual modelo, fixo ou aleatório, é o mais adequado. Assim, após a realização dos testes, revelaram-se mais apropriados, para a análise das firmas brasileiras, o Modelo *Pooled*, e, para as firmas estadunidenses, o Modelo de Efeitos Fixos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Almejando-se uma visão geral do comportamento da variável *payout*, elaborou-se uma estatística descritiva ao longo dos períodos analisados para ambos os países, conforme evidenciam a Tabela 1 e a Tabela 2.

Tabela 1 – Estatística descritiva: Payout das firmas brasileiras (2008 a 2014)

Variável	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nº de observações	58	58	58	58	58	58	58
Média	0,2460	0,4282	0,2964	0,6042	0,4914	0,5227	0,4903
Mínimo	-4,4863	-2,9783	-5,7063	-1,3731	-0,2068	-0,2598	-0,6119
Máximo	2,2140	6,1914	4,0507	3,8127	4,5793	9,8344	1,4619
Desvio-padrão	0,8547	1,0460	1,3374	0,8306	0,7556	1,2902	0,4744
Coefficiente de Variação	3,4740	2,4427	4,5114	1,3746	1,5377	2,4680	0,9675

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por meio da Tabela 1, observa-se uma elevada dispersão dos dados em todos os períodos analisados, conforme coeficientes de variação de aproximadamente 4,5 (em 2010), 3,4 (2008) e 2,4 (2009 e 2013), por exemplo. Dessa forma, é possível constatar-se que as empresas brasileiras participantes da amostra apresentam políticas de distribuição de lucro muito divergentes, corroborando com os resultados de Vancin e Procionoy (2014) e Iquiapaza Lamounier e Amaral (2006).

Ainda com base no exposto na Tabela 1, é possível constatar-se que os maiores índices de *payout* verificados em todos os anos analisados foram de empresas pertencentes ao setor elétrico, como Cesp, Eletropaulo e Eletrobrás. Brugni et al., (2012, p. 111) comentam que as empresas pertencentes ao segmento de energia elétrica podem gerar resultados financeiros diferenciados, quando comparadas a outros setores, devido, por exemplo, “a geração de lucro em fases pré-operacionais e, por consequência, uma distribuição de dividendos antecipada, o que, pela ótica do investidor, poderia tornar mais atraente esse tipo de segmento”. Somado ao exposto, dados extraídos da Economática também revelam que 75% das 12 firmas que mais pagaram dividendos aos acionistas entre 2006 e 2010 pertenciam ao segmento Energia Elétrica (Exame, 2011).

Tabela 2 – Estatística descritiva: *Payout* das firmas estadunidenses (2008 a 2014)

Variável	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nº de observações	47	47	47	47	47	47	47
Média	0,4442	0,5285	0,5710	0,5162	0,7786	0,5142	0,6256
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0283	0,0959
Máximo	2,6984	1,5077	5,4637	2,5818	6,8509	2,3471	3,6685
Desvio-padrão	0,4171	0,3303	0,8075	0,4913	1,1328	0,3759	0,5772
Coefficiente de Variação	0,9390	0,6250	1,4142	0,9517	1,4549	0,7310	0,9226

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 2, constata-se uma menor dispersão do *payout* das firmas estadunidenses ao longo dos períodos analisados, quando comparado ao das firmas brasileiras (Tabela 1), concluindo-se que, com base no número de empresas participantes da amostra, as firmas estadunidenses adotam políticas de distribuição de lucro mais estáveis quando comparadas às firmas brasileiras.

Ainda com base na Tabela 2, comente-se ainda que os maiores índices *payouts* destacados ao longo do período são de empresas pertencentes à diferentes setores econômicos, como, por exemplo, os das companhias Occidental Petroleum (maior *payout* de 2014), pertencente ao setor de Petróleo e Gás, T Mobile US (maior *payout* de 2013), do setor de Telecomunicações, e Edison International (maior *payout* de 2011), holding de serviços de utilidade pública. Nesse sentido, em uma análise comparativa com os maiores índices *payouts* apresentados pelas firmas brasileiras pertencentes à amostra (Tabela 1), sinaliza-se uma maior diversificação quanto aos setores que mais distribuem dividendos das empresas estadunidenses quando comparado às empresas brasileiras, o que poderia ser explicado pelo cenário econômico mais competitivo nos EUA comparado ao Brasil.

Buscando-se investigar o comportamento das variáveis independentes embutidas no modelo, elaborou-se também uma estatística descritiva destas, para ambos os países, conforme tabelas 3 e 4. Frisa-se apenas que a variável independente *payout*, em t-1, foi retirada nessa análise por já constar-se tais valores nas tabelas 3 e 4.

Tabela 3 – Estatística descritiva das médias das variáveis do modelo: Empresas Brasileiras (2008 a 2014)

Variável	TAMt	LUCROt	MERCt	ROAt	ENDIVt
Nº de observações	406	406	406	406	406
Média	6,4999	0,1089	0,7365	0,0383	0,6545
Mínimo	5,3185	-2,0644	0,0417	-0,4070	0,2762
Máximo	8,2741	2,4039	6,3778	0,2995	1,2366

Desvio-padrão	0,4544	0,3077	0,7659	0,0657	0,1466
Coefficiente de Variação	0,6999	2,8235	1,0398	1,7177	0,2240

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 3, observa-se pelo coeficiente de variação que a variável mais dispersa é LUCRO, o que poderia estar relacionado a elevada dispersão do *payout* ao longo dos anos analisados, conforme Tabela 1, sinalizando, dessa forma, uma possível relação do lucro líquido de firmas brasileiras para com a política de dividendos de tais empresas, conforme apontam Vancin e Procianoy (2014), Fonteles *et. al.* (2014) e Heineberg e Procianoy (2003).

Tabela 4 – Estatística descritiva das médias das variáveis do modelo: Empresas Estadunidenses (2008 a 2014)

Variável	TAM _t	LUCRO _t	MERC _t	ROA _t	ENDIV _t
Nº de observações	329	329	329	329	329
Média	7,7895	6,4585	0,9210	0,0576	0,6449
Mínimo	7,2027	5,2058	0,2021	0,0038	0,2804
Máximo	8,9018	7,6553	2,8370	0,1982	1,0240
Desvio-padrão	0,3203	0,4390	0,5411	0,0363	0,1533
Coefficiente de Variação	0,0411	0,0679	0,5875	0,6310	0,2378

Fonte: Elaborada pelos autores.

Diferentemente da amostra das firmas brasileiras, observa-se, pela Tabela 4, que nenhuma empresa estadunidense participante da amostra deste estudo apresentou prejuízo ao longo do período analisado (2008 a 2014). Buscando-se variáveis que apresentaram baixa dispersão de dados, assim como o índice *payout* de tais empresas, conforme Tabela 2, observa-se que as variáveis TAM e LUCRO apresentam-se como as mais homogêneas. Tal fato sugere uma possível confirmação dos estudos de Hellstrom e Inagambaev (2012), Gill, Biger e Tibrewala (2010), Holder, Langrehr e Hexter (1998) e William e Lloyd (1985), que apontam ter tais variáveis, TAM e LL, relação com a política de dividendos de tais companhias.

Analisou-se também a correlação das variáveis entre si para ambas as populações investigadas, como mostram a Tabela 5 e a Tabela 6.

Tabela 5 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo – Firmas brasileiras

	PAYOUT _t	TAM _t	LUCRO _t	PAYOUT _{t-1}	MERC _t	ROA _t	ENDIV _t
PAYOUT _t	1,0000						
TAM _t	0,0652	1,0000					
LUCRO _t	0,1338	-0,0608	1,0000				
PAYOUT _{t-1}	0,2205	0,1204	0,0861	1,0000			
MERC _t	0,1215	-0,0768	0,3596	0,1086	1,0000		
ROA _t	0,1919	-0,0170	0,5134	0,1703	0,5835	1,0000	
ENDIV _t	-0,2002	-0,2335	-0,0145	-0,1985	-0,1877	-0,3754	1,0000

Fonte: Elaborada pelos autores.

No caso brasileiro, conforme se constata na Tabela 5, a maior correlação das variáveis independentes para com a dependente foi de 22%, presente entre o *payout* em t-1 e o *payout* do ano seguinte. Todas as variáveis das firmas brasileiras apresentaram correlação positiva, exceto endividamento, o que se alinha com os achados de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e Vancin e Procianoy (2014), segundo os quais as empresas brasileiras endividadas, para cobrir

suas dívidas, distribuem menos dividendos, e não corrobora os achados de Ferreira et al. (2010) e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), que encontraram relações negativas entre o *payout* e o valor de mercado das empresas brasileiras. Neste último caso, os autores partem do pressuposto de que as empresas com grandes oportunidades de crescimento, ou seja, que possuem alto valor de mercado, necessitariam reter seus lucros para cobrir futuras despesas, fato esse que, pelo que mostra a Tabela 5, pode não ser aceito neste estudo.

Tabela 6 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo – Firms estadunidenses

	PAYOUT _t	TAM _t	LUCRO _t	PAYOUT _{t-1}	MERC _t	ROA _t	ENDIV _t
PAYOUT _t	1,0000						
TAM _t	0,1930	1,0000					
LUCRO _t	-0,2523	0,7347	1,0000				
PAYOUT _{t-1}	0,3010	0,1912	-0,0025	1,0000			
MERC _t	-0,1506	0,0174	0,4791	-0,0845	1,0000		
ROA _t	-0,3753	0,0839	0,6885	-0,1531	0,7350	1,0000	
ENDIV _t	0,2237	0,0652	-0,1891	0,2440	-0,3425	-0,3342	1,0000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 6, observa-se que para as firmas estadunidenses as variáveis independentes lucro líquido, valor de mercado e ROA apresentaram correlações negativas com a variável dependente, confirmando os achados de Hellstrom e Inagambaev (2012), Rozeff (1982) e William e Lloyd (1985), no que diz respeito ao valor de mercado, e contrapondo-se aos achados de Gill, Biger e Tibrewala (2010), Hellstrom e Inagambaev (2012) e Holder, Langrehr e Hexter (1998), que encontraram correlações positivas entre fluxo de caixa e lucro líquido para com o *payout* de firmas norte-americanas.

Como já mencionado na metodologia, utilizou-se uma regressão com dados em painel para se investigar os fatores determinantes da política de dividendos de ambos os países. Após os testes necessários, optou-se pelo Modelo *Pooled* para as firmas brasileiras, e pelo Modelo de Efeitos Fixos para as firmas estadunidenses. No que diz respeito à violação dos pressupostos básicos, ambos os modelos foram corrigidos pelo método da correção de White (1980), pela presença de heterocedasticidade, comprovada após o teste de *Breusch-Pagan-Godfrey*. É mister salientar ainda que no modelo aplicado às firmas estadunidenses constatou-se a presença de multicolinearidade, por meio do teste *Variance Inflation Factor* (VIF). Dessa forma, foram descartadas as variáveis LUCRO e TAM, com o propósito de não se comprometer os resultados. Os modelos aplicados a ambas as populações podem ser analisados conforme mostram a Tabela 7 e a Tabela 8.

Tabela 7 – Regressão Modelo *Pooled* c/Correção de White (firmas brasileiras)

Variável Explicativa	$PAYOUT_{it} = \alpha_i + TAM_{it}\beta_1 + LUCRO_{it}\beta_2 + PAYOUT_{it-1}\beta_3 + MERC_{it}\beta_4 + ROA_{it}\beta_5 + END_{it}\beta_6 + \varepsilon_{it}$			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	P-Valor
$TAM_{it}\beta_1$	0,0436838	0,1536434	0,28	0,776
$LUCRO_{it}\beta_2$	0,2584918	0,0839276	3,08	0,002(*)
$PAYOUT_{it-1}\beta_3$	0,1884814	0,1081315	1,74	0,082(***)
$MERC_{it}\beta_4$	0,0167646	0,0365451	0,46	0,647
$ROA_{it}\beta_5$	0,9486411	0,9372631	1,01	0,312
$END_{it}\beta_6$	-0,8971692	0,57389	-1,56	0,119
const_	0,5872767	1,09487	0,54	0,592
R²	0,0907			
Prob. > F	0,0000			
F (6, X)	14,35			

N = 406

Variável dependente: Índice *Payout*

(*) Significante a 1%

(***) Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ainda na Tabela 7, observa-se um baixo R², constatando-se que apenas 9% de variação da variável dependente podem ser explicados pela variação das variáveis independentes embutidas no modelo. Apesar do baixo poder preditivo do modelo, revelou-se um forte indício do seu bom ajuste por meio do valor do teste de distribuição *F*, que se revelou superior a 10.

Ainda de acordo com a Tabela 7, observa-se, com base nos coeficientes estimados, que para as firmas brasileiras o valor de mercado gera um impacto positivo sobre a política de dividendos, o que não se alinha com os resultados empíricos de Ferreira et al. (2010) e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006). O que poderia explicar esse comportamento seria o entendimento de que as firmas com alto valor de mercado podem ter mais dívidas, quando comparada às demais. Dessa forma, no intuito de garantir caixa para cobrir suas dívidas, essas firmas distribuem dividendos, procurando, pela hipótese da sinalização, emitir sinais positivos para o mercado, de modo a garantir investidores. No que diz respeito às demais variáveis, todos os sinais puderam ser explicados com base na literatura.

Por fim, mediante análise do p-valor, apenas duas variáveis puderam ser aceitas a intervalos seguros de 99% e 90% de confiança, a saber: lucro líquido e *payout* do ano anterior, respectivamente.

Tabela 8 – Regressão Modelo de Efeitos Fixos c/ Correção de White (firmas estadunidenses)

Variável Explicativa	$PAYOUT_{it} = \alpha_i + PAYOUT_{it-1}\beta_1 + MERC_{it}\beta_2 + ROA_{it}\beta_3 + END_{it}\beta_4 + \varepsilon_{it}$			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	P-Valor
$PAYOUT_{it-1}\beta_1$	-0,0906304	0,0521541	-1,74	0,089(***)
$MERC_{it}\beta_2$	0,2065426	0,1158808	1,78	0,081(***)
$ROA_{it}\beta_3$	-13,20189	2,949939	-4,43	0,000(*)
$END_{it}\beta_4$	-0,0831807	0,544793	-0,15	0,879
const_	1,242103	0,4350514	2,36	0,006
R² overall	0,1289			
Prob. > F	0,0009			
F (4, X)	5,61			

N = 329

Variável dependente: Índice *Payout*

(*) Significante a 1%

(***) Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Assim como no modelo aplicado às firmas brasileiras, observa-se na Tabela 8 que o R² revelou um valor de apenas 12,89%. Nesse cenário aplicado às firmas estadunidenses o baixo poder preditivo de explicação da variação da variável dependente *payout* poderia ser justificado pela perda das variáveis tamanho e lucro líquido, que, como anteriormente explicitado, foram retiradas do modelo por causarem prejuízo aos resultados devido à presença de multicolinearidade.

Pelos coeficientes estimados, observa-se, ainda, na Tabela 8, que as variáveis *payout* do ano anterior, ROA e endividamento não produziram impacto sobre a variável dependente conforme se esperava a partir dos achados de Gill, Biger e Tibrewala (2010), Hellstrom e Inagambaev (2012), Holder, Langrehr e Hexter (1998) e Myers e Bacon (2004).

Por fim, em análise do p-valor, três variáveis puderam ser aceitas a intervalos seguros de confiança: *payout* do ano anterior, a 90% de confiança; valor de mercado das firmas, a 90% de confiança; e ROA, a 99% de confiança.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo investigou os possíveis fatores explicativos para as políticas de dividendos das empresas brasileiras e norte-americanas. Partindo dos pressupostos de Boschi e Girardi (2000), Decourt e Procianoy (2012) e Mota e Eid (2007), que comentam haver diversos fatores legais que diferenciam a política de dividendos de firmas brasileiras e norte-americanas, adotou-se como hipótese de estudo que os fatores que explicam as políticas de dividendos das empresas dos dois países são divergentes.

A metodologia adotada para atingir o objetivo proposto compreendeu, além de estatísticas descritivas, uma regressão linear múltipla com dados em painel balanceado. O período investigado compreendeu os anos de 2008 a 2014.

Após os devidos testes, pôde-se concluir, dentre outros, que as empresas brasileiras adotam uma distribuição de dividendos mais heterogênea ao longo do período analisado, quando comparadas com as firmas estadunidenses, o que já poder-se-ia esperar tendo em vista a nítida deficiência do mercado acionário brasileiro, quando comparado ao norte-americano.

Com base nos testes de correlação variáveis, observou-se, para as firmas brasileiras, entre outros aspectos, uma correlação negativa entre *payout* (*proxy* da política de dividendos) e endividamento, compatível com o resultado apresentado por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e Vancin e Procianoy (2014). No entanto, encontrou-se uma correlação positiva entre *payout* e valor de mercado das empresas brasileiras, o que não se alinha com os achados empíricos de Ferreira et al. (2010) e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006).

Observando-se as correlações entre as variáveis independentes e a dependente, na subamostra de firmas estadunidenses, concluiu-se que o impacto daquelas sobre esta foi previsto por diversos estudos (GILL; BIGER; TIBREWALA, 2010; HELLSTROM; INAGAMBAEV, 2012; HOLDER; LANGREHR; HEXTER, 1998; MYERS; BACON, 2004; ROZEFF, 1982; WILLIAM; LLOYD, 1985), exceto para as variáveis fluxo de caixa e lucro líquido, que apresentaram correlações negativas com o *payout*, o que não está consoante com os achados de Hellstrom e Inagambaev (2012), Gill, Biger e Tibrewala (2010) e Holder, Langrehr e Hexter (1998).

Por fim, após análise estática do modelo econométrico, conclui-se que apenas as variáveis lucro líquido e estabilidade de distribuição de lucros são capazes de explicar, com um confortável grau de confiança estatística, a política de dividendos das empresas brasileiras. Os resultados revelaram também que das seis variáveis testadas, a estabilidade da distribuição de lucros, o valor de mercado e o fluxo de caixa de empresas norte-americanas são fatores capazes de explicar as respectivas políticas de dividendos. Dessa forma, pôde-se aceitar a hipótese geral do presente estudo de que os fatores determinantes da política de dividendos dos dois países são, de fato, divergentes.

Torna-se oportuno comentar-se ainda que as IFRS ainda não foram adotadas de forma plena no cenário norte-americano. Dessa forma, a não realização de testes estatísticos almejando-se dirimir possíveis entraves no que diz respeito à comparabilidade das variáveis selecionadas neste estudo entre os dois países apresenta-se como uma limitação desta pesquisa.

Nessa discussão, para futuras pesquisas, sugere-se a adoção de outras técnicas estatísticas mais sofisticadas que sejam capazes de verificar a correlação entre a política de dividendos e seus fatores determinantes. O presente estudo utilizou apenas seis variáveis independentes, sugerindo-se também que futuras pesquisas investiguem os impactos que variáveis como risco, estrutura de propriedade e setor – que não foram investigadas neste trabalho – têm na política de dividendos das firmas analisadas.

REFERÊNCIAS

AKBAR, S.; STARK, A. W. Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 30, p. 1211-1233, 2003.

ALLEN, F., MICHAELY, R. **Dividend Policy**. Working paper, 2002. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574010203010112>>. Acesso em 10 mar. 2016.

ALMEIDA, L. A. G.; TAVARES, F. O.; PEREIRA, E. T. Determinante da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162-181, 2014.

BOSCHI, A. L.; GIRARDI, A. Teorias de política de dividendos versus juros sobre capital próprio – um estudo nas indústrias têxteis da Região Sul. In: Congresso Brasileiro de Contabilidade, 16, 2000. Goiânia. **Anais...** Goiás, 2000.

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

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BRUGNI, T. V.; RODRIGUES, A.; CRUZ, C. F.; SZUTSER, N. IFRIC 12, ICPC 01 e contabilidade regulatória: influências na formação de tarifas do setor de energia elétrica. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 7, n. 2, p. 104-119, 2012.

EXAME. As 12 empresas que mais pagaram dividendos nos últimos anos. Disponível em <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/as-12-empresas-que-mais-distribuiram-dividendos-nos-ultimos-anos>. Acesso em 4 março de 2016.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. S. F. Distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio versus retorno das ações. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10, 2010. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010. Disponível em:<www.congressosp.fipecafi.org/artigos102010/141.pdf>. Acesso em: 6 out. 2014.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 20002.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: *Survey* com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461- 498, 2012.

DURAND, D. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment: comment. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

FERREIRA, W. O.; MARTIN JUNIOR, D. M. L.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa**, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

FIORATI, A. R. D. S.; GARCIA, F. G.; TAMBOSI FILHO, E. Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 31, 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2007. Disponível: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B580.pdf>>. Acesso em 5 abr. 2015.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, p. 173-204, 2012.

FREIRE, H. V. L.; LIMA, I. S. O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. **Anais...** Brasília, 27, 2005. Distrito Federal: 2005.

GILL, A.; BIGER, N.; TIBREWALA, R. Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. **The Open Business Journal**, v. 3, p. 8-13, 2010.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Rio de Janeiro: Amgh, 2011.

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

HAND, J. R. M.; LANDSMAN, W. R. The pricing of dividends in equity valuation. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 32, n. 4, p. 435-469, 2005.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 27. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2003. Disponível: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhosEnANPAD/enanpad_2003/FIN/2003_FIN1222.pdf>. Acesso: 18 mai. 2015.

HELLSTROM, G.; INAGAMBAEV, G. Determinants of dividend payout ratios: a study of Swedish large and medium caps. **Umea School of Business and Economics**. Disponível em: <<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:538687/FULLTEXT02>>. Acesso em 15 jun. 2015.

HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W.; HEXTER, L. J. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. **Journal of the Financial Management**, v. 27, n. 3, p. 73-83, 1998.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 30, 2006. Salvador. **Anais...** Bahia: Anpad, 2006. Disponível: <www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1472.pdf>. Acesso em 9 mai. 2015.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACK, M. S. (2000). Financial flexibility and the coiche between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 3555-384, 2000.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, v. 46 n. 2, p. 97-113, 1956.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MOTA, D. C.; EID JÚNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 34, 2007. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

MYERS M.; BACON F. The determinants of corporate dividend policy. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 8, n. 3, 2004.

NACEUR, S. B.; GOAIED, M.; BELANES, A. On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. **International Review of Finance**, v. 6, n.1-2, p.1-23, 2006.

NAGEM, L. M.; AMARAL, H. F. Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. **RC&C – Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 5, p. 61-73, 2013.

OLIVEIRA, M. C.; ARAUJO JUNIOR, J. F.; OLIVEIRA, O. V.; PONTE, V. M. R. Disclosure social de empresas brasileiras e britânicas à luz da teoria institucional. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, p. 2-26, 2012.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 17, p. 3-14, 2013.

RAMOS, R. S.; XAVIER, J. L. J.; VASCONCELOS FILHOS, A. F.; LIMA, L. R. Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada na Cia. Hering S/A. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 38, 2014. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2014.

ROZEFF, M. S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. **Journal of Financial Research**, v.5, n.3, p. 249-259, 1982.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

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

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: um approach inovador. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 38, 2014. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2014. Disponível: <www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1472.pdf>. Acesso em 30 mai. 2015.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Ed. Makron Books, 2000.

WHITE, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980.

WILLIAM, P. LLOYD, J. S. (1985). Agency Costs And Dividend Payout Ratios. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 24, n. 3, p. 19-29, 1985.