

GABRIELA LEME CARDOSO SARZI

POLÍTICA DE *PAYOUT* DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

**Orientador: Professor Dante Mendes Aldrighi
Coordenador: Professor Luís Eduardo Negrão Meloni**

SÃO PAULO

2022

GABRIELA LEME CARDOSO SARZI

POLÍTICA DE *PAYOUT* DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

**Orientador: Professor Dante Mendes Aldrighi
Coordenador: Professor Luís Eduardo Negrão Meloni**

SÃO PAULO

2022

Sarzi, Gabriela Leme Cardoso

Política de *payout* das empresas brasileiras listadas – São Paulo, 2022.
48 p.

Área de concentração: Finanças Corporativas.

Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade de São Paulo, Curso de Ciências Econômicas, 2022.

1. Política de *Payout*. 2. Dividendos. 3. Recompra de Ações.

SARZI, Gabriela Leme Cardoso. Política de *payout* das empresas brasileiras listadas. 2022. 50 p. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento _____

Aos meus pais, Luiz e Aline, e ao meu irmão, Luiz Fernando, pelo apoio em todos os momentos da minha trajetória acadêmica...

Dedico

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e irmão, que me apoiaram ao longo de todo o tempo em que me dediquei a este trabalho.

À minha equipe de trabalho, que contribuiu no meu desafio de lidar com o tempo.

Ao Prof. Dante Mendes Aldrighi, pela paciência, suporte nas orientações e todo conhecimento que, gentilmente, compartilhou comigo neste período.

À Universidade de São Paulo, fundamental na minha trajetória profissional e por todo o ensino que me foi proporcionado no curso de Ciências Econômicas.

Aos meus colegas de graduação, pelo convívio ao longo desses anos e por compartilharem comigo momentos de dificuldade e aprendizado.

RESUMO

SARZI, Gabriela Leme Cardoso. Política de *payout* das empresas brasileiras listadas. 2022. 66 p. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

POLÍTICA DE PAYOUT DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS

A pesquisa teve como objetivo investigar as motivações das políticas de payout das empresas listadas na bolsa brasileira e confrontar os resultados com a literatura teórica e empírica. A amostra foi constituída por dados anuais de empresas listadas na Bolsa de Valores no período de 2010 a 2021. A partir da amostra, foram construídas variáveis *proxies* de rentabilidade, tamanho da empresa, alavancagem, valor de mercado e posição de caixa e selecionou-se o percentual do lucro líquido distribuído em dividendos e juros sobre capital próprio (*payout* de dividendos) e o percentual do lucro líquido gasto com recompra de ações (*payout* de recompra) como variáveis respostas de dois modelos Tobit. Encontrou-se evidências de que lucratividade, posição de caixa, nível de alavancagem e estabilidade na distribuição do lucro são fatores determinantes do pagamento de dividendos e recompra de ações, sendo a recompra método complementar ao pagamento de dividendos na maior parte dos casos. Não se pode afirmar pelos resultados obtidos que gestores recompram ações como forma de sinalizar que a companhia está subavaliada.

Descritores: Política de *Payout*, Dividendos, Recompra de Ações.

Códigos JEL: D21, G35, E32

ABSTRACT

SARZI, Gabriela Leme Cardoso. Política de *payout* das empresas brasileiras listadas. 2022. 66 p. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

PAYOUT POLICY OF LISTED BRAZILIAN COMPANIES

The research aimed to investigate the motivations of the payout policies of companies listed on the Brazilian stock exchange and compare the results with the theoretical and empirical literature. The sample consisted of annual data from companies listed on the Stock Exchange from 2010 to 2021. From the sample, proxies variables of profitability, company size, leverage, market value and cash position were constructed and selected the percentage of net income distributed in dividends and interest on equity (dividend payout) and the percentage of net income spent on share repurchases (repurchase payout) as response variables of two Tobit models. Evidence was found that profitability, cash position, level of leverage and stability in profit distribution are determining factors in the payment of dividends and share buybacks, with buybacks being a complementary method to the payment of dividends in most cases. It cannot be said from the results obtained that managers buy back shares as a way of signaling that the company is undervalued.

Key words: Payout Policy, Dividends, Share Repurchase.

JEL codes: D21, G35, E32

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 1 - Taxas de imposto sobre renda e dividendos não qualificados nos estados unidos.....	21
Tabela 2 - Dados financeiros de empresas selecionadas	25
Tabela 3 - Tobit de regressão de dividendos	26
Tabela 4 - Tobit de regressão de recompras.....	27
Tabela 5 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2010 a 2013	32
Tabela 6 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2014 a 2017	32
Tabela 7 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2018 a 2021	33
Tabela 8 - Payout médio de dividendos por setor de atuação	34
Tabela 9 - Payout médio de recompra de ações por setor de atuação	35
Tabela 10 - Estatística descritiva da amostra.....	36
Tabela 11 - Estatística descritiva da amostra sem outliers	36
Tabela 12 - Modelo de “payout dividendos”	40
Tabela 13 - Resultado do modelo 2: regressão tobit com payout recompra	41
Figura 1 - Histograma da variável “payout dividendos”	38
Figura 2 - Histograma da variável “payout recompra”	39
Gráfico 1 - Payout médio por tipo de distribuição	29

LISTA DE SIGLAS

ACP – Análise de Componentes Principais

CBS – Contribuição sobre bens e serviços

DEBT – Dívida total sobre o total de ativos

IDIV – Integrantes do Índice de dividendos

IRPJ – Redução alíquota de impostos de renda corporativa

JCP – Juros sobre capital próprio

MB – Market-to-book

ROA – Retorno sobre ativo

SEC – American Security na Exchange Commissions

TJLP – Taxa de juros de longo prazo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	13
2.1	REVISÃO DA LITERATURA	13
2.2	ASPECTOS LEGAIS-REGULATÓRIOS	18
3	PROBLEMA DE PESQUISA	23
3.1	HIPÓTESES	23
3.2	DADOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	24
3.3	METODOLOGIA	25
4	EVOLUÇÃO DO <i>PAYOUT</i> NO CENÁRIO BRASILEIRO	29
5	RESULTADOS	35
6	CONCLUSÕES	43
	REFERÊNCIAS	45

11 INTRODUÇÃO

O mercado acionário desempenha um papel importante no desenvolvimento das empresas e por meio dele investidores objetivam captar renda, seja por meio de ganhos de capital ou na forma de dividendos. Nesse aspecto, políticas de *payout* são as decisões que as companhias tomam acerca da alocação de seu lucro, que pode ser retido para financiar as operações ou distribuído aos acionistas na forma de dividendos, pagamentos feitos pelas empresas aos acionistas de forma proporcional ao número de ações que estes possuem, ou recompra de ações, em que a empresa compra seus próprios papéis no mercado, o que reduz o número de ações disponíveis e por consequência amplia a participação dos acionistas remanescentes na empresa e o lucro por ação, podendo aumentar o preço por ação caso a empresa consiga manter o seu valor de mercado.

Essas políticas variam muito entre empresas e setores e o processo de alocação de capital é fundamental tanto para o valor e crescimento das empresas quanto para os retornos dos investidores. Para Allen e Michaely (2003), “A política de payout é importante não apenas pela quantidade de dinheiro envolvida e pela repetida natureza da decisão, mas também porque a política de payout está intimamente relacionada e interage com a maioria das decisões financeiras e de investimento que as empresas tomam”. Ademais, em meio ao cenário pós pandemia de maior turbulência do mercado, aversão ao risco e preocupações com a inflação, investidores têm procurado defender o seu portfólio reduzindo a alocação em risco e optando por histórias de retorno regular de caixa mais do que histórias de crescimento. Nesse sentido, torna-se fundamental entender o comportamento das empresas listadas no que diz respeito à distribuição de seus lucros e, embora a estruturação das políticas de payout seja de suma importância para o sucesso das empresas, a literatura ainda não é conclusiva sobre os fatores que as determinam.

Conforme Dalmácio e Corrar (2007), diversas teorias procuram explicar a política de dividendos, destacando-se a teoria da Irrelevância dos Dividendos de Miller e Modigliani (1961), a Teoria do Pássaro na Mão de Lintner (1962) e Gordon (1963), a Teoria da Sinalização de Spence (1973), e a Teoria da Preferência Tributária de Damodaram (2002).

No Brasil, a distribuição de lucros aos acionistas é marcada por particularidades, como a legislação que estabelece um dividendo mínimo obrigatório

de 25% sobre o lucro líquido ajustado e um mecanismo adicional de remuneração conhecido por juros sobre capital próprio (percentual calculado sobre as contas do patrimônio líquido e classificado como despesa financeira e, portanto, dedutível de imposto).

De acordo com relatório da gestora Janus Henderson Investors, o país ficou em terceiro lugar no ranking de pagamento de dividendos entre os países emergentes em 2021, com a Vale ficando em oitavo lugar dentre as maiores empresas pagadoras mundialmente (INVESTIMENTOS E NOTÍCIAS, 2022). Só nesse ano, a Petrobrás anunciou o pagamento de R\$ 218,9 bilhões em dividendos aos acionistas, acumulando um *dividend yield* de 58% no ano. Em linha com a Petrobrás, empresas como Bradespar (*holding* da Vale), Copel e Marfrig também se destacam em termos de retorno ao acionista, apresentando *dividend yield* acumulado de 126,63% , 80,75% e 43,191% nos últimos cinco anos, respectivamente.

Na área institucional, o Governo Federal entregou à Câmara dos Deputados em 25 de junho de 2021 o projeto de lei nº 2.337/2021, conhecido como a “segunda etapa” da proposta de reforma tributária. Dentre as alterações pretendidas, destaca-se a tributação da distribuição de dividendos, o que pode ter impactos relevantes na forma como as políticas de payouts se aplicam no país. Tais especificidades justificam uma investigação mais detalhada das políticas de payout no Brasil e de suas diferenças entre empresas e setores.

Esta pesquisa se propõe a estudar a evolução da distribuição de caixa ao acionista no Brasil e suas singularidades, uma vez que a literatura do tema ainda é controversa e são escassos os estudos com enfoque em países em desenvolvimento como o Brasil.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Revisão da literatura

A discussão acerca das políticas de *payout* ganha notoriedade nos anos de 1950 a partir do trabalho conduzido por Lintner (1956), que realiza entrevistas com diversos gestores americanos e constata tendência de estabilidade na distribuição de dividendos, derivada da preocupação por parte dos administradores de sofrerem penalização do mercado quando há redução da distribuição. Prosseguindo os estudos sobre o tema, a teoria do pássaro na mão de Lintner (1962) argumenta que a distribuição de dividendos beneficia os acionistas ao diminuir a incerteza sobre os retornos sobre o capital investido, reduzindo assim os custos de agência e, na mesma linha, Gordon (1963) defende a hipótese de que investidores avessos ao risco e incertos quanto ao futuro atribuem um prêmio aos dividendos no período presente e penalizam a empresa quando os lucros não são distribuídos.

No sentido oposto, Miller e Modigliani (1961) contribuem com a discussão por meio da Teoria da Irrelevância dos Dividendos, que argumenta que o valor das firmas é afetado unicamente pela sua política de investimentos e, portanto, o retorno na forma de dividendos ou apreciação da ação se torna irrelevante para o investidor.

O modelo dos autores se baseia em algumas premissas, como a inexistência de custos de transação e de diferenciação entre impostos sobre lucros distribuídos e não distribuídos ou entre dividendos e ganhos de capital, ausência de assimetria de informação, comportamento racional do mercado, mercados competitivos e garantia total por parte do investidor quanto aos futuros projetos de investimento e lucros da companhia, não havendo exigência de distinção entre ações e títulos como fonte de recursos. Satisfeitas essas premissas, os autores argumentam que o valor depende exclusivamente do lucro da empresa, independente da forma como é dividido. Qualquer efeito de aumento no pagamento de dividendos pode, portanto, ser anulado por uma queda proporcional no preço da ação, uma vez que é feito com recursos que seriam destinados a investimentos.

Brav et al. (2005) retomam a metodologia de Lintner (1956) e conduzem entrevistas com mais de 300 executivos de grandes empresas com o objetivo de determinar os fatores que motivam as decisões de investimento e recompra de ações no século 21. A partir da análise dos resultados, concluem que as decisões de

distribuição de dividendos e as decisões de investimento estão intimamente relacionadas, enquanto recompras de ações são usualmente feitas com caixa residual após gastos com investimentos. Assim como Lintner (1956), entendem que a percepção do mercado quanto à estabilidade de ganhos futuros afeta a política de distribuição de dividendos da empresa. No entanto, a relação entre dividendos e lucros se enfraqueceu ao longo do tempo, e gestores utilizam mais o mecanismo de recompra na tentativa de “*time the market*” ou de aumentar o lucro por ação, embora sejam conservadores em termos de corte no pagamento de dividendos, sugerindo que dividendos não são caixa residual, como afirmam Miller e Modigliani (1961).

Autores como La Porta et al. (2000), Allen e Michaely (2003) e Denis e Osobov (2008) analisam a política de alocação do capital e de dividendos das empresas no contexto de imperfeições de mercado. Entre os fatores que violam a hipótese central da teoria da irrelevância da política de dividendos, destacam-se a existência de taxação de dividendos — como nos Estados Unidos, onde investidores podem preferir ganhos de capital a retornos por meio de dividendos devido a maiores taxas de impostos, de acordo com a Teoria da Preferência Tributária de Damodaram (2002), problemas de agência (como o conflito de interesse entre membros da companhia e acionistas minoritários), custos de transação, assimetria de informação, entre outros.

Considerando essas perspectivas, o ambiente de mercado perfeito assumido por Miller e Modigliani (1961) não se sustenta no caso do mercado acionário brasileiro, marcado por informações assimétricas, exigência de distribuição mínima para proteger o acionista minoritário e diversas outras particularidades. Por conseguinte, surge o questionamento quanto às decisões de *payout*: em países em desenvolvimento como o Brasil, existe uma preocupação em manter estabilidade no pagamento aos acionistas? Quais fatores impactam essa decisão?

La Porta et al. (2000) trazem a análise para a América Latina, explorando uma amostra de empresas de 33 países no teste de duas hipóteses. A hipótese do “resultado” supõe que países com maiores níveis de proteção a acionistas minoritários possuem *payouts* mais altos devido à pressão que acionistas minoritários fazem aos *insiders* das firmas. A hipótese da “substituição” sugere que membros controladores da empresa tendem a distribuir uma maior porção do lucro para acionistas minoritários para garantir boa reputação quando emitirem *equity* no futuro, sendo os dividendos substitutos da proteção legal. Os autores comparam *payouts* de empresas separando-as entre as sediadas em países com tradição legal da *common law* e da *civil law* e

concluem que maiores direitos de acionistas minoritários estão associados a maiores níveis de *payout* na forma de dividendos, sustentando a primeira hipótese.

Sob a hipótese do conflito de agência, Gonzales et al. (2017) analisam a relação entre concentração acionária e *payout* em seis países da América Latina no período de 2006 a 2014. Empregando três *proxies* para concentração acionária, mostram que a alta concentração acionária e a predominância de indivíduos como o maior acionista – características decorrentes da baixa proteção legal a acionistas minoritários na América Latina – afetam negativamente o nível de dividendos.

O debate acerca do conflito supramencionado surge com Jensen e Meckling (1976): os autores definem a firma como um conjunto de relações contratuais estabelecidas entre duas partes, principal e agente, marcadas por conflitos de agência: o principal contrata o serviço do agente e lhe confere poder de decisão na empresa. Na medida em que ambos buscam maximizar a sua utilidade (diferentes entre si), conflitos de agência surgem na “separação da propriedade e do controle”: enquanto os acionistas (o “principal”) esperam maximizar sua riqueza por meio da valorização da ação, os administradores podem perseguir objetivos divergentes, não alinhados com os interesses dos acionistas. Nesse contexto, a escolha do nível de retorno aos acionistas pelos executivos é um dos possíveis problemas de agência definidos pelos autores.

No cenário norte-americano, John e Knyazeva (2006) concluem que firmas utilizam políticas de dividendos para resolver conflitos de agência quando há fraca governança corporativa. Por meio de regressões do tipo Tobit de empresas norte-americanas de 1993 a 2003, observam uma relação inversa entre a qualidade da governança e a distribuição de dividendos, na medida em que uma boa governança limita as possibilidades de alocações subótimas por parte dos gestores e, portanto, é necessário um nível menor de dividendos para solucionar o conflito de agência. Os resultados obtidos também sugerem uma relação positiva dos dividendos com tamanho da empresa, menor alavancagem e maior fluxo de caixa.

Conforme Nascimento et al. (2011), as empresas também recorrem à recompra de ações para otimizar sua alocação de capital, ajustando a estrutura de capital, isto é, o *mix* entre capital próprio e de terceiros (MODIGLIANI; MILLER, 1958, 1963; ROSS, 1977).

Para Copeland e Weston (1992), a Teoria da Sinalização tem duas explicações para o anúncio de recompra: a gestão da empresa considera as ações subavaliadas

e as recompras sinalizando retornos crescentes no futuro (sinalização positiva) ou como um indício de investimentos rentáveis escassos e, portanto, julgada negativamente pelos acionistas. (NASCIMENTO et al., 2011, apud COPELAND; WESTON, 1992).

Segundo Grullom e Michaely (2002), houve um expressivo avanço na recompra de ações nas companhias norte-americanas, com uma queda no payout de dividendos sobre lucro líquido de 21,4% em 1972 para 11,4% em 2000, ao mesmo tempo em que o payout total se manteve razoavelmente constante no período e a recompra de ações aumentou de 2,8% em 1972 para 12,4% em 2000. Os autores atribuem essa mudança na composição do payout à regulação americana, que antes da emissão da Regra 10b-18 feita pela American Securities and Exchange Commission (SEC) em 1982, não deixava claro para os gestores quanto à legalidade do uso de recompra de ações pelas companhias.

Na União Europeia, por outro lado, o uso da recompra de ações como método de payout foi mais tardia, sendo ilegal em países como França e Alemanha até meados de 1990 (DENIS; OSOBOV, 2008, p. 75). De acordo com von Eije e Megginson (2008), houve um crescimento lento de empresas que apenas recompram ações na União Europeia entre 1989 e 2005, de forma que o montante pago por esse método não excedeu o montante pago em dividendos em nenhum período, apesar da queda brusca na parcela de companhias que distribuem caixa apenas na forma de dividendos (83,9% em 1989 para 38,5% em 2005).

Sakinç (2017) nota o alto *payout* pago por 298 grandes empresas participantes do Índice S&P Europe 350 no período de 2000 a 2015, com a recompra de ações e dividendos representando na média 77% do lucro líquido. Em contraste com a composição do payout obtida por Grullom e Michaely (2002) para empresas americanas, a recompra de ações relativa ao payout total na Europa se manteve menos expressiva, variando de 7% a 12% do lucro líquido e de 2% a 23,3% do payout total em países como Portugal, Itália, Bélgica, Espanha e França.

Ainda que exista uma vasta literatura acerca do tema mundialmente, ainda são escassos os estudos focados em países em desenvolvimento, o que levanta o questionamento da aplicação dos estudos teóricos e empíricos supracitados para o caso brasileiro. Ante o exposto, ainda há lacunas quando se discute quais são os motivos que impactam na decisão de recompra do país e se a teoria da sinalização é aplicável para países emergentes.

Alguns estudos sobre Brasil buscaram investigar as especificidades e os fatores condicionantes da política de payout. Fonteles et. al. (2013), por meio do método quantitativo de Análise de Componentes Principais (ACP), identificaram quatro variáveis que impactam a política de payout de companhias integrantes do Índice Dividendos (IDIV) em 2010: “concentração (segmento de listagem, concentração de ações e capital institucional), rentabilidade (tamanho e fluxo de caixa), prosperidade (lucro distribuído e crescimento) e setor de atuação”. Verificaram também que empresas pertencentes ao índice — e portanto com elevado grau de retorno de caixa ao acionistas — são principalmente do setor financeiro e utilidade pública e possuem maior concentração acionária nas mãos de acionistas institucionais.

Viana Junior e Ponte (2015) rejeitam a hipótese de que a distribuição de dividendos no período anterior sinaliza ao mercado geração futura de caixa. À luz da Teoria da Sinalização, os autores constroem um Modelo de Efeitos Aleatórios utilizando retorno sobre ativo (ROA) para *proxy* de fluxo de caixa no tempo t como variável dependente e como variáveis independentes o dividendo por ação no período $t-1$ e mais quatro *proxies* de tamanho da empresa, capital circulante líquido, Ebitda, lucro líquido e valor de mercado. Apesar de identificarem alta correlação entre Ebitda e ROA, as outras variáveis (incluindo o dividendo por ação no período anterior) não puderam explicar a geração de caixa por meio da regressão de 47 empresas listadas na BM&FBovespa entre 2007 e 2013.

Com base em Fama e French (2001) e nas hipóteses dos modelos de *trade-off* e *pecking order*, Brito e Silva (2005) investigam a relação entre dívida e dividendos. De acordo com as previsões propostas por ambos os modelos, quanto maior a lucratividade e menor o nível de endividamento das empresas, maior será a proporção distribuída na forma de caixa aos acionistas. Por meio de uma amostra de 111 empresas da Economatica nos anos de 1995 a 2001, os autores regridem uma *proxy* de meta de dividendos (razão dos dividendos sobre o ativo total em $t+1$) na razão do lucro líquido sobre o ativo total em $t+1$ a fim de estimar a meta de remuneração dos acionistas de empresas brasileiras. Em contraste com o valor de 46% estimado por Fama e French (2002), os autores identificam uma meta de remuneração de apenas 11% para as companhias brasileiras no período, embora haja uma tendência positiva do coeficiente de inclinação da regressão ao longo do período, indicando um aumento da meta de dividendos como parcela do lucro.

Mota (2007) analisa empiricamente a distribuição de empresas brasileiras de 2002 a 2005. O trabalho, fundamentado em estudos empíricos anteriores, procurou explicar as motivações das políticas de *payout* no Brasil e como são feitas as escolhas entre pagar dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações. Dentre os resultados obtidos, o autor identifica como principais motivos a preocupação com a governança corporativa, maior fluxo de caixa livre, inexistência de oportunidades de investimento e estabilidade dos fluxos de caixa. Sua conclusão sugere que juros sobre capital próprio são mais utilizados por empresas maduras, menores e de propriedade menos concentrada, enquanto recompra de ações é feita quando há condições para um complemento ao pagamento de dividendos.

Em suma, é vasta a discussão acerca de como gestores elaboram suas políticas de *payout* e como os investidores as julgam, no entanto a literatura ainda carece de contribuições empíricas com enfoque em países emergentes, objetivo do presente estudo.

2.2 Aspectos legais-regulatórios

Inspirada na legislação norte-americana, a Lei 6404/76, também conhecida como Lei das Sociedades por Ações, criou a estrutura legal que disciplina as práticas das empresas, sobretudo no que se refere às suas relações com os acionistas minoritários. De acordo com a lei, os acionistas têm direito de receber uma parcela do lucro da empresa em relação à sua participação societária (a depender dos moldes estabelecidos pelo estatuto social da empresa). O estatuto pode fixar o dividendo obrigatório utilizando uma porcentagem sobre o capital social ou lucro líquido ajustado. No entanto, caso essa informação não exista, a lei exige um pagamento de 50% do lucro líquido diminuído ou acrescido da parcela destinada à reserva legal e à formação da reserva para contingências (art. 202).

Contanto que não haja arbitrariedade por parte da administração e acionistas majoritários, é previsto na lei o direito do estatuto fixar o dividendo para o caso de diferentes situações, como na ausência de recursos suficientes para o pagamento. Quando nota-se dividendo incompatível com o caixa da empresa, a administração pode informar a situação financeira ao Conselho Fiscal, que por sua vez elabora um parecer a ser entregue à Assembleia Geral. A partir do conhecimento por parte da Assembleia Geral, os administradores têm o prazo de 5 dias para informar a CVM e

os acionistas então recebem parcela aquém do mínimo, podendo até não receber conforme a situação do caixa da empresa. Ainda no artigo 202 para o caso de omissão, se a companhia tiver o interesse de alterar o dividendo obrigatório a Assembleia Geral poderá modificar desde que o tenha um limite mínimo de 25%.

Conforme o artigo 17 da Lei 6404/76, algumas exigências são previstas para que a empresa possa negociar seu papel na forma de ações preferenciais, dentre elas a prioridade no recebimento do dividendo fixo e no reembolso do capital. Além disso, é necessário o cumprimento de ao menos um dos requisitos apresentados no artigo, são eles:

- O recebimento de pelo menos 25% do lucro líquido do exercício conforme o artigo 202;
- Dividendos ao menos 10% maiores do que o destinado às ações ordinárias;
- Prioridade de dividendos de no mínimo 3% do valor do patrimônio líquido da ação;
- Direito de inclusão na oferta pública de alienação de controle com dividendo pelo menos igual ao assegurado às ações ordinárias.

A legislação brasileira também permite a distribuição de lucros aos acionistas via juros sobre o capital próprio (JCP). Criado a partir da Lei 9.249/95, é uma forma de remuneração mais vantajosa para a companhia a nível de planejamento tributário, uma vez que a lei prevê o seu reconhecimento como despesa financeira, reduzindo assim seu lucro tributável. O cálculo dos juros sobre o capital próprio deve ser feito com base na taxa de juros de longo prazo (TJLP) aplicada sobre o valor do patrimônio líquido e sua dedução é condicionada ao limite de 50% do lucro líquido antes do reconhecimento da despesa financeira e 50% da somatória de lucros acumulados e reservas de lucros.

A principal diferença entre o recebimento de dividendos e juros sobre capital próprio está na tributação: enquanto atualmente dividendos são isentos de impostos, o acionista recebe o JCP líquido de imposto (15% retido na fonte). Tal arranjo pode ser alterado com a possível reforma tributária, que há mais de duas décadas vem sendo debatida. Nesse cenário, o governo de Jair Bolsonaro optou por uma discussão seccionada em duas fases, a serem tratadas em diferentes projetos de lei. Num primeiro momento, foi apresentado ao Congresso o Projeto de Lei 3.887/20 (PL 3.887/20) com o intuito de simplificar a cobrança de impostos sobre o consumo por

meio da junção do Pis e Cofins em um único imposto chamado de Contribuição sobre Bens e Serviços, o CBS (ainda não votado pelo Congresso). Em 25 de junho de 2021, o Ministro da Economia entregou ao Congresso a proposta da “segunda fase da Reforma Tributária”, o Projeto de Lei 2.337/21 (PL 2.337/21), cujos principais pontos eram:

- Redução da alíquota de imposto de renda corporativo (IRPJ) de 25% para 22,5% em 2022 e 20% a partir de 2023;
- Imposto sobre carteiras de investimentos de pessoas físicas de alta renda e fundos imobiliários;
- Inclusão de imposto sobre dividendos de 20% retido na fonte (30% para residentes em paraísos fiscais);
- Fim do incentivo fiscal gerado pelo pagamento de Juros sobre Capital Próprio (JCP).

Conforme o projeto, a tributação de dividendos teria uma exceção para micro e pequenas empresas, as quais estariam isentas de imposto para distribuições de até R\$20.000/mês, além dos lucros distribuídos por empresas no Simples Nacional e optantes do regime de lucro presumido. Durante a tramitação do projeto na Câmara dos Deputados, a alíquota de tributação de dividendos foi reduzida para 15%, mas o projeto segue paralizado no Senado Federal.

A discussão acerca da taxação de dividendos no Brasil ocorre em um contexto marcado por alta complexidade do sistema tributário e maior incidência de impostos sobre consumo, o que onera a população de menor renda, além do fato do país ser um dos poucos que não tributam dividendos. Conforme divulgado pelo S&P Dow Jones Indices, a maioria dos países aplicam imposto sobre dividendo, com destaque para a República Tcheca (35%), Estados Unidos (30%) e Alemanha (26%). Na América Latina, com exceção do Brasil, as taxas de impostos sobre dividendos retidos na fonte variam de 7% a 10% em países como Alemanha, México e Colômbia, até 34% e 35% na Venezuela e Chile, respectivamente.

Nos Estados Unidos, a tributação é vinculada à classificação dos dividendos em qualificados ou não qualificados. Dividendos qualificados, de acordo com a Instrução 1040 (2020) do IRS, são aqueles pagos por empresas americanas, controladas por americanos ou com ações em circulação no mercado acionário do país. Esses dividendos devem ter sido mantidos por mais de 60 dias durante os 60

dias prévios e subsequentes à data determinante dos acionistas elegíveis (no caso de ações ordinárias) e mais de 90 dias durante os 90 prévios e subsequentes à mesma data (no caso de ações preferenciais). Sua tributação é atrelada à alíquota de longo prazo sobre ganhos de capital: isenta para indivíduos com renda menor de US\$80.000/ano, 15% para pessoas físicas pertencentes às faixas de 22% a 35% de imposto sobre renda regular e 20% para indivíduos com renda anual superior a US\$209.425. Aqueles que não cumprem os requerimentos de dividendos qualificados, são submetidos à mesma regulação tributária de renda regular, representados na Tabela 1.

TABELA 1 - Taxas de imposto sobre renda e dividendos não qualificados nos estados unidos

Faixa de renda	Imposto de renda (%)
< us\$9.950	10%
De us\$9.951 a us\$40.525	12%
De us\$40.526 a us\$79.999	22%
De us\$80.000 a us\$86.475	22%
De us\$86.376 a us\$164.925	24%
De us\$164.926 a us\$209.425	32%
De us\$209.426 a us\$441.449	35%
De us\$441.450 a us\$523.600	35%
> us\$523.601	37%

*Fonte: Investopedia, 2022.

Residentes do Reino Unido possuem uma faixa de subsídio sobre dividendos a cada ano (isentos de tributação). Para valores acima desse teto (£2.000/ano de 2018 a 2023), a quantidade paga de imposto é calculada com base na faixa de imposto de renda: 8,75% para cidadãos incluídos na taxa básica, 33,75% para indivíduos pertencentes à alta faixa fiscal e 39,35% para aqueles dentro da faixa adicional de imposto de renda.

A Estônia e Letônia são os únicos países europeus que não tributam dividendos de pessoas físicas. Devido ao sistema tributário baseado em fluxo de caixa para empresas, a arrecadação fiscal é feita por meio de um imposto corporativo de 20% sobre os lucros distribuídos aos acionistas.

Diante do exposto até aqui, a seção seguinte introduzirá o problema de pesquisa a ser examinado no estudo.

3 PROBLEMA DE PESQUISA

Esta seção introduz as hipóteses a serem testadas, descreve a amostra dos dados e apresenta a metodologia.

3.1 Hipóteses

À luz dos trabalhos mencionados na revisão da literatura, este estudo investiga:

A aplicação da estabilidade no pagamento de dividendos proposta por Lintner (1956) para o caso brasileiro. De acordo com o autor, a percepção do mercado quanto à estabilidade de ganhos futuros afeta a política de distribuição de dividendos da empresa. Dessa forma, empresas evitam cortes no pagamento de dividendos visando manter certa estabilidade sem penalização do mercado. Sob a mesma ótica, Gordon (1963) também menciona o maior desconto atribuído pelos acionistas quando os lucros das firmas não são distribuídos.

Sob essa hipótese, espera-se uma relação positiva — embora não acentuada — entre dividendos pagos no período anterior e dividendos atuais. Para testá-la será utilizada a variável “Payout Dividendos em t-1” (*payout* de dividendos sobre o lucro líquido no ano anterior).

A relação entre as decisões de *payout* e as características das empresas, como ativos, posição de caixa, alavancagem, lucratividade e avaliação no mercado.

Espera-se uma relação positiva entre a lucratividade e a distribuição de caixa tanto na forma de dividendos quanto na recompra de ações, em linha com os resultados obtidos por John e Knyazeva (2006) e Brito e Silva (2005). Será utilizada a variável “ROA” (lucro líquido dividido pelo total de ativos) como *proxy* de lucratividade.

Como em Fama e French (2002) e Brito e Silva (2005), a relação esperada entre alavancagem e *payout* é negativa, na medida em que o nível de endividamento é associado ao financiamento de projetos de investimentos, destinando assim uma menor parcela do lucro para os acionistas. Será utilizada a variável “DEBT” (dívida total sobre o total de ativos) como *proxy* para alavancagem.

A relação esperada entre *payout* e tamanho da empresa é positiva, conforme os resultados obtidos por Fama e French (2002) e John e Knyazeva (2006). Será utilizada a variável “Log Ativos” (Logarítmo neperiano dos ativos totais) como *proxy* para tamanho da empresa.

Espera-se uma relação positiva entre *payout* de dividendos e o valor de mercado da empresa, conforme a Teoria do Pássaro na Mão de Lintner (1962) e Gordon (1963), os quais atribuem a existência de um prêmio aos dividendos pagos no presente. Será utilizada a variável “MB” (market-to-book-ratio ou market cap da empresa dividido pelo valor do patrimônio líquido) avaliação da companhia pelo mercado.

A aplicação da Teoria da Sinalização de Spence (1973) para a prática da recompra de ações pelas empresas.

Espera-se uma relação negativa entre precificação a mercado das ações e o *payout* de recompra sobre lucro líquido, isto é, gestores utilizam a recompra como forma de sinalização quando entendem que as ações estão subavaliadas pelo mercado (COPELAND; WESTON, 1992; BRAV et al., 2005). Será utilizada a variável “MB” (*market-to-book-ratio* ou market cap da empresa dividido pelo valor do patrimônio líquido) para medir a avaliação ou subavaliação da companhia pelo mercado.

3.2 Dados e definição da amostra

Empregou-se a base de dados da S&P Capital IQ para as empresas brasileiras listadas na Bovespa de 2010 a 2021 que possuíam informações disponíveis referentes a montante pago em dividendos e em recompra de ações, lucro líquido, ativos totais, caixa e equivalentes, *market cap*, preço da ação, valor da empresa e número de ações em circulação. Não foi feita separação entre o montante pago através de juros sobre o capital próprio e dividendos.

Para cada observação na amostra final, foram criadas as seguintes variáveis:

- Dividend yield: valor pago em dividendos por ação dividido pelo preço da ação;
- Payout Dividendos: valor pago em dividendos dividido pelo lucro líquido;
- Payout Recompra: montante pago em recompras de ações dividido pelo lucro líquido;
- Log Ativos: Logarítmo neperiano dos ativos totais;
- MB: *market-to-book-ratio*, isto é, o market cap da empresa dividido pelo valor do patrimônio líquido;
- CASH: caixa e equivalentes de caixa dividido pelo total de ativos;
- ROA: lucro líquido dividido pelo total de ativos; e;

- DEBT: dívida total sobre o total de ativos.

A amostra original contém 298 diferentes empresas e 2.610 observações durante o período de 2010 a 2021. A Tabela 2 apresenta dados de algumas empresas sobre variáveis de interesse a este trabalho:

Tabela 2 - Dados financeiros de empresas selecionadas

Empresa (Sigla)	Ano	Dividendos pagos (R\$ milhões)	Recompra de Ações (R\$ milhões)	Alavancagem (Dívida Bruta/Ativo Total)	Dividend Yield (%)	Payout Recompra (%)
PETR4	2021	72.153	0	0,3	19%	0%
VALE3	2021	73.112	29.121	0,2	19%	5%
KLBN4	2021	580	0	0,7	2%	0%
DXCO3	2021	1.393	89	0,3	13%	5%
QUAL3	2021	570	129	0,5	12%	36%
VBBR3	2021	2.761	916	0,4	11%	37%

*Fonte: S&P Capital IQ, 2022

3.3 Metodologia

Para analisar as hipóteses, estima-se um modelo Tobit, indicado quando “a variável é zero para uma fração não desprezível da população” Wooldridge, (2010, p. 549), modelo também usado por Mota (2007) e John e Knyazeva (2006). Nos dados referentes aos *payouts* sobre lucro líquido de dividendos e recompra, mais de 30% das empresas da amostra são censuradas por não distribuírem lucro. A seguir nas tabelas 3 e 4, são apresentados os modelos e as variáveis utilizadas para o teste das hipóteses:

Tabela 3 - Tobit de regressão de dividendos

Variável dependente: Payout Dividendos		
Variáveis Regressão	Descrição	Sinal Esperado
Payout Dividendos em t-1	$\frac{\text{Dividendos pagos em } t - 1}{\text{Lucro Líquido em } t - 1}$	(+)
ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativos Totais}}$	(+)
DEBT	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Ativos Totais}}$	(-)
CASH	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes}}{\text{Ativos Totais}}$	(+)
Log Ativos	Logarítimo neperiano dos ativos totais	(+)
MB	$\frac{\text{Market Cap}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(+)

Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

Tabela 4 - Tobit de regressão de recompras

Variável dependente: Payout Recompra		
Variáveis Regressão	Descrição	Sinal Esperado
Payout Recompra em t-1	$\frac{\text{Valor pago em recompras}}{\text{Lucro Líquido em } t - 1}$	(+)
ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativos Totais}}$	(+)
DEBT	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Ativos Totais}}$	(-)
CASH	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes}}{\text{Ativos Totais}}$	(+)
MB	$\frac{\text{Market Cap}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	(-)
Log Ativos	Logarítmo neperiano dos ativos totais	(+)

Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

Para eliminar distorções nas variáveis dependentes do modelo, foram excluídas da regressão as observações com *payout* menor do que zero, resultando em uma amostra de 2.384 observações.

Cabe ressaltar algumas limitações presentes no modelo abordado nesse estudo: variáveis como concentração acionária, governança corporativa, risco e maturidade da empresa podem ter impacto na decisão das empresas quanto à distribuição de lucro, apesar de não estarem inclusas no modelo. De acordo com Lintner (1956) e Brav et al. (2005), gestores são conservadores no que diz respeito ao corte de dividendos, o que induz a hipótese de que há uma relação negativa entre empresas com maior risco e o aumento na distribuição de caixa aos acionistas.

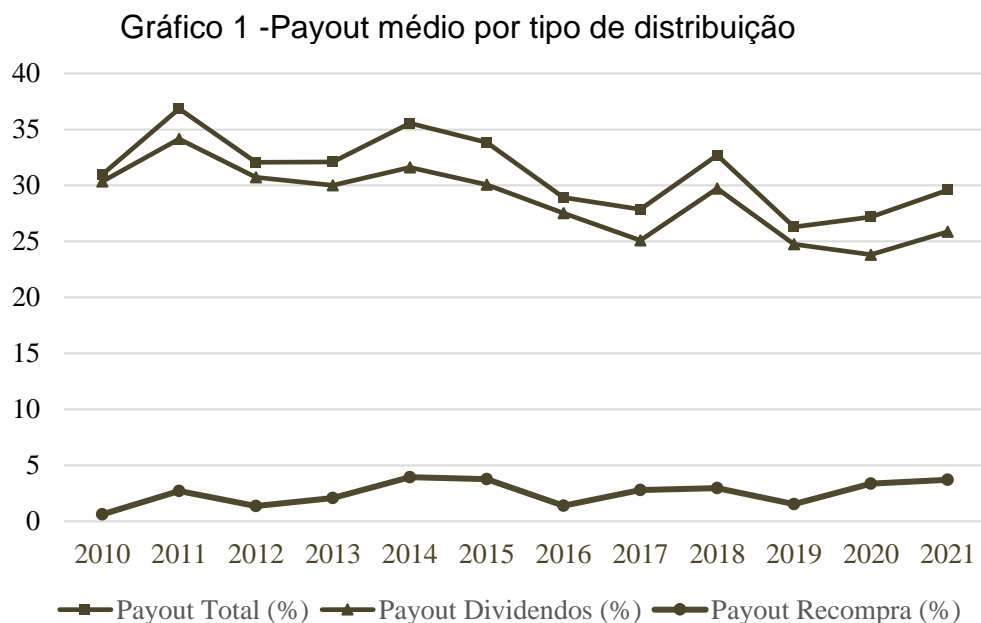
Além disso, conforme os estudos La Porta et al. (2000), o nível de concentração de propriedade de uma empresa gera custos de agência associados a diferentes níveis de *payout*, embora não há o controle desse fator no modelo do presente estudo.

A seguir, será apresentada a evolução do *payout* no cenário brasileiro e as principais características da política de *payout* das empresas listadas no Brasil.

4 EVOLUÇÃO DO *PAYOUT* NO CENÁRIO BRASILEIRO

A fim de analisar características da política de dividendos de empresas no Brasil foram calculados os *payouts* de cada firma por ano (ver seção de Dados e definição da amostra).

Durante a última década, a recompra de ações como forma de retorno ao acionista se manteve em patamares pouco expressivos ao longo do tempo. O gráfico 1 apresenta a evolução das médias de *payout* sobre lucro líquido durante o período da amostra, excluídas as observações com lucros líquidos negativos. Apesar da elevação de 0,6% em 2011 para 3,7% em 2021, a parcela média do *payout* de recompra ainda é baixa se comparada à participação média do *payout* de dividendos, que passou de 30,4% em 2010 para 25,9% em 2021, representando de 87% a 98% do *payout* médio durante o período.



*Fonte: S&P Capital IQ - 2022

De 2014 a 2017, período de recessão econômica e sucessivos aumentos da taxa básica de juros, há uma clara tendência de queda do *payout* médio de dividendos das empresas, que se aproxima do limite mínimo legal de dividendos sobre lucro líquido.

Para analisar as características das empresas que retornam ou não fluxos de caixa aos acionistas, foi utilizado método semelhante ao trabalho elaborado por

Grullom e Michaely (2002). O período da amostra foi decomposto em três subperíodos (2010-2013, 2014-2017 e 2018-2021) e em cada um deles as firmas foram separadas entre:

- Empresas que não pagaram dividendos nem recompraram ações ($DIV = 0$, $REP = 0$);
- Empresas que pagaram dividendos mas não recompraram ações ($DIV > 0$, $REP = 0$);
- Empresas que recompraram ações mas não pagaram dividendos ($DIV = 0$, $REP > 0$);
- Empresas que pagaram dividendos e recompraram ações ($DIV > 0$, $REP > 0$).

Se uma empresa paga dividendos em pelo menos um dos anos de 2010 a 2013, é classificada como $DIV > 0$; no caso contrário, $DIV = 0$. O mesmo ocorre para as demais classificações. As Tabelas 5, 6, e 7 apresentam as principais estatísticas descritivas das empresas, separadas por política de *payout*.

De acordo com essa classificação, as tabelas evidenciam as seguintes características das companhias brasileiras:

- em todos os períodos, empresas pagadoras de dividendos são maiores do que as empresas não pagadoras, tanto no valor de seus ativos quanto no valor de mercado da firma (*market cap*);
- não é comum empresas escolherem a recompra de ações como forma principal de retorno ao acionista: poucas empresas apenas recompraram ações (entre 18 e 28 nos três períodos) e é baixa a porcentagem do valor agregado em milhões de reais pago em recompras sobre o valor total pago em recompras no período ($REP/TOTAL$ em todos os períodos abaixo de 5%);
- em contraposição, mais de 95% do montante com recompra de ações são de empresas que também pagaram dividendos, o que levanta a hipótese de que no Brasil, assim como no trabalho de Brav et al. (2005), a recompra de ações é considerada como opção para o caixa residual da empresa após as decisões de investimento;
- empresas que não pagam dividendos nem recompram ações ($DIV=0$, $REP=0$) são usualmente empresas com baixa lucratividade (retorno sobre ativos negativos) e menos caixa disponível no balanço com relação aos ativos totais.

A mediana da variável CASH desse grupo de empresas é entre 0.02 e 0.03, isto é, no máximo de 3% dos ativos totais na forma de caixa (em comparação com 6% a 8% de empresas que pagam dividendos).

As estatísticas descritivas não revelam evidências da Teoria da Sinalização pois, de acordo com a teoria, controladores das empresas lançam programas de recompra como forma de sinalizar que a companhia está subavaliada. No entanto, além das firmas que apenas recompram ações representarem uma parcela pequena do total, empresas que pagam dividendos e recompram ações ($DIV > 0$, $REP > 0$) não parecem ter diferenças significativas em termos de *market-to-book-ratio* (variável MB nas tabelas) se comparadas com empresas que pagam dividendos, mas não recompram ($DIV > 0$, $REP = 0$).

Em termos de alavancagem, empresas que não retornaram caixa aos acionistas nos períodos apresentam nível de dívida maior em relação ao total de ativos (variável DEBT) do que empresas que distribuem tanto na forma de dividendos quanto no método de recompra. A média (mediana) da variável de alavancagem ficou entre 0,91 e 1,2 (0,31 e 0,35) para empresas classificadas como $DIV = 0$, $REP = 0$. A discrepância entre a média e a mediana dessa variável indica uma heterogeneidade no nível de alavancagem desse grupo, que inclui firmas com endividamento maior do que o total de ativos, em contraste com a média (mediana) de empresas que pagam dividendos (média e mediana mais próximas em torno de 0,28 e 0,33).

Tabela 5 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2010 a 2013

DIV = 0, REP = 0			DIV >0 , REP = 0			DIV = 0, REP > 0			DIV > 0, REP > 0		
Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N
991	220	82	9.908	2.266	152	3.028	825	19	17.890	4.166	72
2.500	711	82	23.705	3.489	152	8.135	2.078	19	69.006	4.251	72
1,31	0,76	82	2,24	1,50	152	0,64	1,00	19	2,13	1,56	72
0,06	0,03	82	0,10	0,06	152	0,07	0,05	19	0,09	0,08	72
-16,3%	-2,8%	82	5,6%	5,2%	152	-4,0%	0,1%	19	5,5%	5,0%	72
1,20	0,31	82	0,28	0,28	152	0,41	0,37	19	0,32	0,32	72
0%	-	-	64%	-	-	0%	-	-	36%	-	-
0%	-	-	0%	-	-	4,8%	-	-	95,2%	-	-

Fonte: o autor, 2022.

Tabela 6 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2014 a 2017

DIV = 0, REP = 0			DIV >0 , REP = 0			DIV = 0, REP > 0			DIV > 0, REP > 0		
Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N
2.997	165	110	8.230	2.509	152	4.372	893	18	21.706	3.212	83
12.917	1.177	110	23.882	4.962	152	5.483	3.060	18	90.577	5.310	83
2,08	0,28	110	1,81	1,12	152	0,54	0,85	18	2,08	1,24	83
0,04	0,02	110	0,09	0,06	152	0,09	0,07	18	0,09	0,07	83
-7,3%	-4,4%	110	4,1%	3,8%	152	0,5%	0,6%	18	3,9%	3,8%	83
1,05	0,35	110	0,27	0,29	152	0,32	0,26	18	0,32	0,33	83

0%	-	-	49%	-	-	0%	-	-	51%	-	-
0%	-	-	0%	-	-	1,8%	-	-	98,2%	-	-

Fonte: o autor, 2022.

Tabela 7 - Estatística descritiva das empresas por método de payout de 2018 a 2021

DIV = 0, REP = 0			DIV >0 , REP = 0			DIV = 0, REP > 0			DIV > 0, REP > 0		
Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N
3.700	295	121	19.950	4.931	200	6.454	2.146	28	25.430	5.551	97
5.645	1.327	121	54.357	7.216	200	14.879	4.778	28	44.567	6.958	97
3,77	0,81	121	2,60	1,66	200	0,79	1,20	28	2,89	1,83	97
0,07	0,03	121	0,10	0,07	200	0,11	0,08	28	0,10	0,08	97
-11,4%	-0,3%	121	6,0%	5,1%	200	-0,4%	1,4%	28	6,7%	5,8%	97
0,91	0,34	121	0,28	0,29	200	0,41	0,38	28	0,28	0,28	97
0%	-	-	62%	-	-	0%	-	-	38%	-	-
0%	-	-	0%	-	-	3,3%	-	-	96,7%	-	-

Fonte: o autor, 2022.

Para investigar como os diferentes setores de atuação se comportam em termos de *payout*, foi feita a separação das empresas conforme os critérios da B3. Dentre as empresas presentes na amostra, o setor de Consumo Cíclico possui a maior participação (27%), seguido do setor de Bens Industriais (17%), Utilidade Pública (15%) e Materiais Básicos (9%). O setor de Consumo Não Cíclico contém 23 empresas, representando 8% da amostra e os demais setores constituem de 2% a 7%, sendo o setor de Comunicações o de menor representação (total de 7 empresas ou 2% da amostra). A tabela 8 apresenta a evolução da média do *payout* de dividendos sobre lucro líquido por setor de atuação.

Tabela 8 - Payout médio de dividendos por setor de atuação

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	11,8%	14,4%	11,3%	19,1%	26,2%	18,9%	24,2%	21,4%	26,2%	61,4%	69,1%	29,0%
Materiais Básicos	15,2%	33,1%	27,2%	69,0%	271%	246%	31,5%	24,1%	68,6%	38,8%	19,6%	28,1%
Bens Industriais	32,5%	73,3%	29,0%	38,7%	41,1%	155%	28,1%	15,3%	23,6%	36,0%	40,4%	28,3%
Consumo Não Cíclico	20,3%	17,7%	33,9%	26,6%	26,2%	32,8%	137%	26,3%	25,2%	25,4%	17,9%	24,7%
Consumo Cíclico	22,0%	43,0%	32,7%	27,7%	33,7%	69,0%	73,2%	18,9%	170%	18,7%	28,5%	29,5%
Saúde	36,1%	25,6%	29,6%	38,7%	47,7%	32,2%	58,1%	76,3%	39,9%	44,4%	25,2%	45,9%
Tecnologia da Informação	37,2%	25,2%	16,0%	27,8%	23,2%	30,1%	23,2%	27,3%	53,7%	7,9%	15,1%	41,1%
Comunicações	22,3%	51,9%	55,2%	64,2%	34,5%	62,4%	67,0%	35,5%	17,4%	48,3%	43,2%	60,0%
Utilidade Pública	57,4%	61,5%	52,8%	57,1%	50,1%	53,3%	42,2%	49,6%	42,6%	40,0%	36,5%	53,7%
Financeiro	31,1%	33,3%	29,4%	34,0%	40,4%	38,3%	59,5%	28,6%	31,1%	27,0%	25,1%	21,7%

Fonte: o autor, 2022.

Pode-se verificar que o setor de Utilidade Pública teve distribuição relativamente estável em níveis altos de *payout* de dividendos ao longo dos anos, com média de 49,7% no período. Além desse setor, empresas atuantes da área de Comunicações e Saúde também se destacam na distribuição de dividendos, apresentando médias respectivas de *payout* de 46,8% e 41,6%. A média do setor de Materiais Básicos em 2014 foi impactada pela distribuição de dividendos da Vale e sua *holding* Bradespar, que apesar de apresentarem lucro líquido de R\$219 milhões e R\$101 milhões no ano, distribuíram R\$9.739 milhões e R\$544 milhões em

dividendos, respectivamente. Fato similar ocorreu com a Irani Papel e Embalagem S.A em 2015, que apesar de um lucro líquido de R\$495 mil, distribuiu R\$17 milhões em dividendos no ano.

No âmbito da recompra de ações, os setores de Saúde e Consumo Não Cíclico se destacam no *payout*, com média (mediana) de *payout* de recompra sobre lucro líquido de 12,9% (6,5%) e 9,7% (5,7%) respectivamente. Apesar do menor percentual de *payout*, as recompras de ações estão concentradas no setor de Materiais Básicos, que representou 45% do total gasto com recompras da amostra. A média do *payout* de recompra do setor de Tecnologia da Informação em 2021 é explicada pela empresa TC Traders Club S.A: em Novembro de 2021, a companhia realizou um aditamento do seu programa de ações de 1.000.000 (um milhão) para 2.000.000 (dois milhões) do total de ações ordinárias a serem compradas, o que aumentou o gasto com recompras no ano (total de R\$13,2 milhões) sobre um lucro líquido de R\$1,2 milhão (impactado negativamente por itens não recorrentes associados ao programa de aceleração de produtos e integração de empresas adquiridas). A tabela 9 mostra a evolução da média do *payout* de recompra sobre lucro líquido por setor de atuação.

TABELA 9 - Payout médio de recompra de ações por setor de atuação

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,0%	0,2%	6,1%	3,3%	1,2%	2,9%	0,0%	6,9%	4,8%	0,0%	7,6%	4,0%
Materiais Básicos	1,2%	2,8%	1,8%	0,3%	0,8%	0,6%	0,1%	2,6%	2,0%	3,8%	2,2%	5,0%
Bens Industriais	0,4%	21,8%	1,4%	1,7%	6,2%	6,8%	0,4%	1,5%	0,2%	1,9%	1,7%	11,7%
Consumo Não Cíclico	18,4%	2,2%	0,8%	1,9%	4,4%	11,7%	14,1%	7,5%	19,6%	1,5%	10,3%	4,5%
Consumo Cíclico	1,8%	4,4%	0,6%	2,9%	14,4%	7,9%	7,5%	4,4%	55,5%	1,5%	6,9%	8,6%
Saúde	23,0%	4,3%	2,9%	2,1%	4,3%	16,9%	1,1%	13,6%	7,6%	21,1%	5,4%	52,0%
Tecnologia da Informação	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	14,7%	6,9%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	32,6%	161%
Comunicações	0,0%	0,4%	28,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,1%	5,9%
Utilidade Pública	6,3%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	0,8%	3,0%	1,3%	1,1%
Financeiro	0,0%	0,8%	0,8%	1,5%	2,0%	4,7%	1,6%	2,5%	3,1%	0,5%	6,6%	7,0%

Fonte: o autor, 2022.

5 RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados das regressões Tobit com as variáveis “Payout Dividendos” e “Payout Recompra” (ver seção de Metodologia), junto das principais estatísticas das variáveis explicativas.

A Tabela 10 apresenta um resumo estatístico dos dados da amostra. Pela descrição das variáveis, nota-se alta heterogeneidade nos dados, o que induz à hipótese da existência de *outliers*. Perante o exposto, foi feito um *boxplot* dos dados de *payout* de dividendos para identificar *outliers* que poderiam enviesar os coeficientes estimados, detectando limite externo de 116%. As observações acima desse limite foram retiradas das regressões, uma vez que efeitos não observados podem estar explicando os *outliers*, como uma redução acentuada do lucro líquido devido a eventos não recorrentes, embora manutenção do pagamento de dividendos em níveis semelhantes aos anos anteriores. Como resultado, apresenta-se a estatística descritiva da amostra final. (Tabela 11).

Tabela 10 - Estatística descritiva da amostra

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Min	Max
Log Ativos	2384	8.06	2.03	8.11	1.79	14.54
ROA	2384	0.01	0.49	0.04	-14.60	11.89
Payout Dividendos	2384	0.46	2.10	0.19	0.00	71.33
Payout Recompra	2384	0.07	0.50	0.00	0.00	14.33
DEBT	2384	0.52	2.91	0.30	0.00	65.66
CASH	2384	0.08	0.10	0.05	0.00	0.92
MB	2384	2.36	8.28	1.33	-80.58	213.48
Dividend Yield	2384	0.03	0.20	0.01	0.00	9.68

Fonte: o autor, 2022.

Tabela 11 -Estatística descritiva da amostra sem outliers

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mediana	Min	Max
Log Ativos	2239	8.07	2.04	8.11	1.79	14.54
ROA	2239	0.01	0.49	0.04	-14.60	11.89
Payout Dividendos	2239	0.25	0.29	0.16	0.00	1.15

Payout						
Recompra	2239	0.05	0.36	0.00	0.00	10.98
DEBT	2239	0.54	3.00	0.30	0.00	65.66
CASH	2239	0.08	0.10	0.05	0.00	0.92
MB	2239	2.36	8.50	1.32	-80.58	213.48
Dividend						
Yield	2239	0.03	0.20	0.01	0.00	9.68

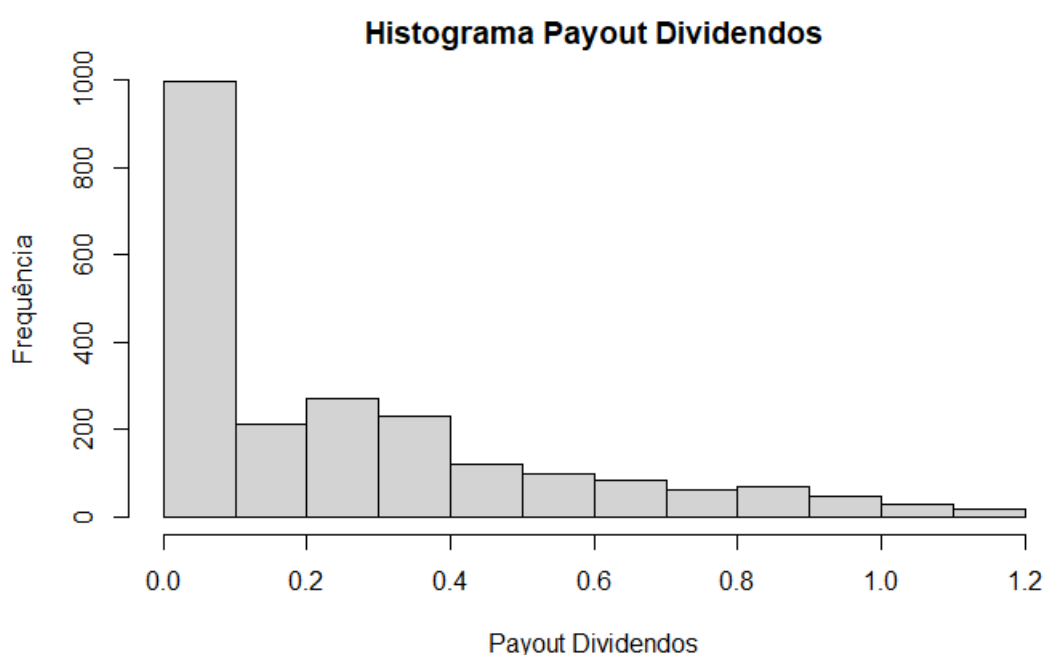
Fonte: o autor, 2022.

Observa-se que, para as empresas observadas no modelo, a média (mediana) da variável Payout Dividendos é de 25% (16%), enquanto a média (mediana) da variável Payout Recompra é de 5% (0%). Isso evidencia que a recompra de ações como método de *payout* tem menor frequência na política das companhias brasileiras, sugerindo seu uso como mecanismo complementar ao dividendo. As variáveis “ROA” e “MB” apresentam forte variabilidade ao longo do período, isto é, empresas são heterogêneas no que diz respeito à rentabilidade e valor de mercado: do total das observações do modelo, 21% reportou “ROA” negativo e 72% apresentou retorno do ativo entre 0% e 15%. O mesmo ocorre para a variável “DEBT”: há uma clara diversidade entre os níveis de alavancagem das empresas nos anos observados, com média de 54% do total de ativos e mediana de 30%. No que tange à posição de caixa, faz sentido que empresas mantenham maior proporção dos ativos alocada em ativos essenciais para gerir as operações, como imobilizados, estoques, entre outros. Com média (mediana) de 8% (5%) de caixa na composição do ativo, mais de 90% das empresas da amostra possuem até 20% de caixa e equivalentes no total de ativos.

Pelo histograma da variável “Payout Dividendos”, apresentado na Figura 1, é possível perceber que grande parte das empresas (54% das observações) distribuíram lucros de 0% a 20%, enquanto 40% das observações distribuiu dividendo maior do que 25% do lucro líquido e apenas 18% apresentou *payout* de dividendo sobre lucro líquido acima de 50%. As empresas de *payout* menor ou igual a 20% possuem em média grau de alavancagem sobre total de ativos (variável “DEBT”) de 75%, o que implica que uma maior parte do caixa fica comprometida ao custo da dívida. O retorno do ativo (variável “ROA”) médio desse grupo de empresas foi negativo em 4%, confirmando que empresas pouco lucrativas possuem menor propensão a pagar além do mínimo previsto no estatuto. Em relação ao valor de mercado, essas empresas são na média avaliadas em 2x o valor de seu patrimônio líquido. As empresas que distribuem mais da metade do lucro líquido têm em média

valor de mercado 3x o valor de seu *equity*, 30% do total de ativos financiado por meio de dívida e 9% do total de ativos na forma de caixa, com retorno do ativo médio de 7,4%: portanto mais lucrativas, com menor grau de alavancagem e melhor avaliadas pelo mercado, em linha com a hipótese de Gordon (1963) do prêmio atribuído pelos acionistas às boas pagadoras de dividendos. Percebe-se também pela figura que o regressando é descrito como uma variável contínua, podendo assumir qualquer valor na amostra observada.

Figura 1 - Histograma da variável “payout dividendos”

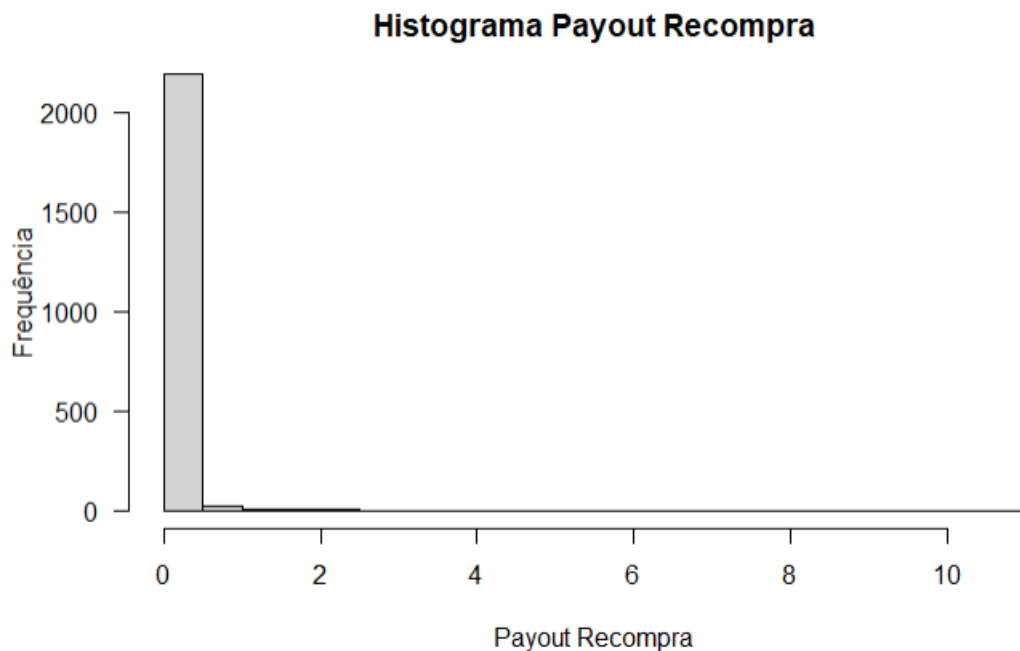


Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

É nítido pelo histograma da variável “Payout Recompra” (Figura 2) que empresas brasileiras não priorizam a recompra de ações quando planejam sua alocação de capital: aproximadamente 80% das empresas não realizaram recompra de ações na última década e 8% da amostra gastou acima de 10% do lucro líquido recomprando suas próprias ações. Das companhias que recompraram seus papéis, 89% também distribuíram dividendos e os *payouts* de recompra sobre lucro líquido acima de 5% foram feitos por empresas que retornam em média 6% do ativo em lucro líquido (variável “ROA”), possuem média de alavancagem de 29% dos ativos (variável “DEBT”), posição de caixa de 10% do total de ativos (variável “CASH”) e valor de mercado equivalente a 2x o valor do seu *equity* (variável “MB”). Além disso, essas

empresas distribuíram em média 34% do seu lucro na forma de dividendos durante o período.

Figura 2 - Histograma da variável “payout recompra”



Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

A Tabela 12 mostra os resultados do modelo de “Payout Dividendos”.

Tabela 12 - Modelo de “payout dividendos”

Resultado Modelo 1	
	<i>Variável Dependente:</i>
	Payout Dividendos
	<i>Tobit</i>
	(1)
Payout Dividendos em t-1	0.680*** (0.029)
ROA	0.592*** (0.070)
DEBT	-0.265*** (0.042)
CASH	0.319*** (0.095)
Log Ativos	0.051*** (0.004)
MB	-0.001 (0.001)
Constant	-0.382*** (0.038)
Observações	1.731
Log Likelihood	-500
<i>Nota:</i>	* p ** p*** p<0.01

Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

Confirmando Lintner (1956), que atribui às empresas uma política de estabilidade ou taxa crescente dos dividendos, o coeficiente da variável “Payout Dividendos em t-1” apresentou valor positivo e significativo a 1%. O fato de o mercado penalizar empresas que cortam o pagamento de dividendos cria uma resistência por parte dos gestores de reduzir consideravelmente sua distribuição. No Brasil, o percentual mínimo obrigatório previsto na lei estabelece um limite adicional para o corte na distribuição de dividendos, o que pode explicar a relação positiva entre pagamentos atuais e feitos anteriormente.

Compatível com os resultados de John e Knyazeva (2006), Brito e Silva (2005) e Mota (2007), encontrou-se uma relação positiva entre lucratividade e distribuição de dividendos e significativo a 1%. Isso também foi observado para a *proxy* de posição

de caixa da empresa (variável CASH): empresas com maior proporção de caixa em relação aos investimentos têm maior propensão a pagar dividendos.

Firmas com elevado grau de alavancagem tendem a pagar menos dividendos, tendo em vista a parcela do lucro que deve ser destinada ao custo do financiamento. Nesse contexto, a variável DEBT reforça a teoria (coeficiente negativo e significativa a 1%), em linha com os resultados obtidos por Brito e Silva (2005).

O coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 1% da variável “Log Ativos” confirma a hipótese 2.3, indicando que quanto maior o tamanho da empresa, maior é a parcela do lucro distribuída em dividendos.

A Tabela 13 apresenta os resultados da estimação do modelo Tobit com a variável “Payout Recompra”.

Tabela 13 - Resultado do Modelo 2: Regressão Tobit com Payout Recompra

Resultado Modelo 2	
	<i>Variável Dependente:</i>
	Payout Recompra <i>Tobit</i> (1)
Payout Recompra em t-1	0.735*** (0.074)
ROA	0.602*** (0.154)
DEBT	-0.187*** (0.094)
CASH	0.863*** (0.218)
MB	0.0003 (0.003)
Log Ativos	0.075*** (0.010)
Constant	-1.159*** (0.102)
Observações	1,731
Log Likelihood	-729
<i>Nota:</i>	* ** *** p p p<0.01

Fonte: S&P Capital IQ, 2022.

À semelhança dos resultados obtidos na regressão do *payout* de dividendos, também há uma relação positiva entre as variáveis “ROA”, “CASH” e “Log Ativos” com recompra de ações. Em contraste com o resultado obtido por Mota (2007), o coeficiente da variável ROA é positivo e significativo a 1%, sugerindo que empresas que realizam recompras são mais lucrativas e, portanto, com maior excesso de caixa. Isso também decorre do fato de que no Brasil a maior parte das empresas que recompram ações são as mesmas que pagam dividendos (ver seção Evolução do *payout* no cenário brasileiro).

Conforme esperado, o sinal da variável “DEBT” é negativo, sugerindo que firmas com fluxo de caixa comprometido pela dívida tendem a distribuir menos caixa ao acionista, tanto em dividendos quanto em recompra de ações.

Não foi possível comprovar a aplicação da Teoria da Sinalização para a recompra de ações no Brasil. Além do coeficiente não ser significativo, previa-se sinal negativo supondo que gestores em momentos de subavaliação do mercado utilizassem a recompra como forma de sinalizar que esperam retornos positivos no futuro. Essa variável também não parece ser fator determinante da propensão a pagar dividendos, sendo a única que não teve coeficiente significativo na regressão do primeiro modelo. Aqui, cabe ressaltar a limitação dessa variável quanto à amostra de dados anuais: enquanto a recompra ou a distribuição do dividendo pode ter sido feita em qualquer momento do ano, o *market-to-book-ratio* é calculado sobre o valor de mercado de um único dia e, portanto, não capta oscilações que poderiam explicar a tentativa de sinalização na ocorrência de subavaliação dos papéis ou a decisão de pagar ou não o dividendo.

6 CONCLUSÕES

Em períodos de incerteza no mercado, investidores tendem a reduzir a fatia alocada em risco e buscar por alternativas que defendam o seu portfólio. Nessa conjuntura, papéis com bons retornos de caixa tornam-se mais atrativos e cresce a necessidade de compreender os fatores que determinam as políticas de *payout*.

O objetivo do estudo foi investigar o comportamento das empresas brasileiras listadas no que tange à distribuição de lucro e seus fatores condicionantes, além de testar as principais teorias sobre de políticas de *payout* para o caso brasileiro. Para a análise, foram construídas variáveis *proxies* de rentabilidade, tamanho da empresa, alavancagem, valor de mercado e posição de caixa e selecionou-se o percentual do lucro líquido distribuído em dividendos e juros sobre capital próprio (*payout* de dividendos) e o percentual do lucro líquido gasto com recompra de ações (*payout* de recompra) como variáveis respostas de dois modelos Tobit. Os resultados encontrados dão suporte à teoria de Lintner (1956) da estabilidade no pagamento de dividendos, embora a exigência pela legislação brasileira de uma distribuição mínima possa interferir nos resultados do modelo, uma vez que age como limite adicional ao corte de dividendos.

O estudo contribuiu com evidências de que é importante observar a carga da dívida, o tamanho da empresa, sua lucratividade e posição de caixa quando se busca por retorno de caixa: empresas maiores em ativos e valor de mercado, mais rentáveis e menos alavancadas distribuem mais caixa ao acionista em dividendos e recompras, sendo a recompra de ações um método complementar ao pagamento de dividendos na maior parte dos casos.

No que diz respeito ao setor de atuação, empresas de Utilidade Pública são atrativas em termos de *payout* de dividendos e distribuem maiores parcelas do lucro líquido de forma regular ao longo do tempo. Embora as recompras de ações sejam concentradas em termos absolutos no setor de Materiais Básicos, empresas desse setor utilizam uma parcela pequena do lucro líquido para recomprar seus papéis, sendo o setor de Saúde o que distribui o percentual mais alto do lucro líquido em recompras.

A Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973) sugere que gestores recompram ações na tentativa de sinalizar que a empresa está subavaliada. Essa teoria não pôde ser validada pelo modelo analisado, induzindo a hipótese de que a

sinalização não parece ser o motivo da decisão de recomprar ações por parte das companhias brasileiras.

Todavia, algumas limitações devem ser consideradas no presente estudo. Em primeiro lugar, não foram acrescentadas variáveis de controle relacionadas à governança corporativa, concentração acionária, maturidade, volatilidade e risco, que podem impactar na propensão das firmas em distribuir o lucro. Como não foi possível desassociar os dividendos dos juros sobre capital próprio, os efeitos do benefício fiscal associado ao JCP na propensão a distribuir não puderam ser observados e, além disso, a coleta de dados anuais limita a captação de oscilações no valor de mercado das companhias, uma vez que calcula o *market-to-book-ratio* em um momento específico, o que pode interferir no resultado do modelo.

Por fim, conclui-se que são fatores determinantes das políticas *payout* a lucratividade, o nível de alavancagem, o tamanho na empresa, posição de caixa e a estabilidade na distribuição dos lucros aos acionistas pelas companhias brasileiras listadas. Como possibilidades adicionais de pesquisa, pode-se examinar as variáveis em períodos fracionados, como por exemplo semestralmente, corrigindo por possíveis fatores que explicam os dividendos intermediários. Outra possibilidade diz respeito ao controle por variáveis não observadas no estudo (risco, volatilidade, governança corporativa e concentração acionária) e a análise comparativa com empresas listadas no exterior.

REFERÊNCIAS

ALLEN, Franklin. MICHAELY, Roni. Payout policy. In: CONSTANTINIDES, G. M. HARRIS, M. STULZ, R. M. (ed.). **Handbook of the Economics of Finance**. North Holland: Elsevier, 2003. v. 1, part. 1, cap. 7, p. 337-429.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em:

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

BRAV, Alan. GRAHAM, J. R. HARVEY C. R. MICHAELY, Roni. Payout Policy in the 21st Century. Tuck Contemporary Corporate Finance Issues Conference Paper, III, 2005, USA. **Proceedings [...]** USA: Dartmouth College, 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=571046#. Acesso em:

BRITO, Ricardo D.; SILVA, Júlio César. Testando as previsões de tradeoff e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, vol. 35, n. 1, 2005.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 1, n. 1, p. 16-29, 2007.

DAMODARAN Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. **Journal of Financial Economics**, 89, 62-82, 2008.

EQUIPE INVESTIMENTOS E NOTÍCIAS. As 20 maiores pagadoras de dividendos nos últimos cinco anos. **IN - Investimentos e Notícias**, set. 2022. Disponível em: <https://investimentosenoticias.com.br/bolsa-de-valores/maiores-pagadoras-de-dividendos/>. Acesso em: 25 out. 2022.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, vol. 60, 3-43, 2001.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C. de; DE LUCA, M. M. M. POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DO ÍNDICE DIVIDENDOS DA BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista, [S. l.]**, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2013.

FORM 1040 and 1040-SR helpful hints. **IRS**, 2021. Disponível em: https://www.irs.gov/instructions/i1040gi#en_US_2020_publink24811vd0e4966. Acesso em:

GONZALEZ, Maximiliano; MOLINA, Carlos A; PABLO, Eduardo; ROSSO, John W. The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, Elsevier, vol. 30(C), 1-18, 2017.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**. v. 18, n.2, p.264-272, mai. 1963.

GRULLON, G.; MICHAELY, R. Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. **The Journal of Finance**, 57: 1649-1684, 2002.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, October 1976.

JOHN, Kose. KNYAZEVA, Anzhela. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. **SSRN**, May 2006. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841064. Acesso em:

LA PORTA, Rafael; DE SILANES, Florencio López; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Agency problems and dividend policy around the world. **Journal of Finance**, 55, 1-33, 2000.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, may 1956. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1910664>. Acesso em:

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economics and Statistics**. v. 44, n.3, p.243-269, ago. 1962.

MAVERICK, J. B. Is Dividend Income Taxable? **Investopedia**, Nov. 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/ask/answers/090415/dividend-income-taxable.asp>. Acesso em:

MILLER, M., MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: reply. **The American Economic Review**, v. 55, n. 3, p. 524-527, jun. 1965. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1814566>. Acesso em:

MILLER, M., MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 1, p. 411-433, oct. 1961. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2351143>. Acesso em:

MOTA, D. C. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Dissertação de mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, **EAESP-FGV**, São Paulo, SP, Brasil.

NASCIMENTO, S. F.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. Motivações Determinantes para a Recompra de Ações: Um Estudo Empírico no Mercado de Ações Brasileiro no Período de 1995 a 2008. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 12, n. 5, art. 160, p. 98-121, 2011.

ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-40, spring 1977. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003485>. Acesso em:

SAKINÇ, M.E. Share Repurchases in Europe. A Value Extraction Analysis. **ISIGrowth: Innovation-Fuelled Sustainable and Inclusive Growth**, p. 1–27, jun. 2017. Disponível em: <http://www.isigrowth.eu/2017/06/15/share-repurchases-in-europe-a-value-extraction-analysis/>. Acesso em:

SPENCE, M. Job Market Signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355- 374, Aug. 1973. Disponível em: <https://viterbi-web.usc.edu/~shaddin/cs590fa13/papers/jobmarketsignaling.pdf>. Acesso em:

TAX on dividends? **Income Tax**, [20--?]. Disponível em: <https://www.gov.uk/tax-on-dividends>. Acesso em:

VIANA JÚNIOR, D. B. C.; PONTE, V. M. R. Política de dividendos e fluxos de caixa: um estudo à luz da Teoria da Sinalização. **Revista Ciências Administrativas**, v. 21, n. 1, p. 211-236, 2015.

VON EIJJE, H. MEGGINSON, W.L. Dividends and Share Repurchases in the European Union. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 2, p. 347–374. Aug. 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002>. Acesso em:

WESTON, J. F. ; COPELAND, T. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison. Wesley: Reading, EUA, 1992.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*; tradução José Antônio Ferreira, São Paulo, Capítulo 17, 2010.