
DETERMINANTES DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS DE EMPRESAS CINQUENTENÁRIAS E NÃO CINQUENTENÁRIAS BRASILEIRAS

DETERMINANTS OF THE PAYMENT OF DIVIDENDS OF CINQUENTENARY AND NON-CINQUENTENARY IN BRAZILIAN COMPANIES

Maurício Leite

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB; Professor da Universidade Comunitária da Região de Chapecó – UNOCHAPECÓ
Endereço: Av. Servidão Anjo da Guarda, 295-D, Efapi, Chapecó/SC, CEP: 89.809-900
Telefone: (47) 99223-1918
E-mail: mauricio.leite@unochapeco.edu.br

Edgar Pamplona

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB; Professor da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul – UFMS
Endereço: Av. Ranulpho Marques Leal, 3484, Distrito Industrial II, Três Lagoas/MS, CEP: 79.613-000
Telefone: (47) 98413-0580
E-mail: edgar.pamplona@ufms.br

Recebido: 04/01/2020 Aprovado: 15/03/2021
Publicado: 30/08/2021

Nelson Hein

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC; Professor da Universidade Regional de Blumenau – FURB
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140, sala D202, Itoupava Seca, Blumenau/SC, CEP: 89.030-903
Telefone: (47) 99607-0506
E-mail: hein@furb.br

RESUMO

Apesar de debatidas desde meados da década de 1950, as decisões de política de dividendos, mediante sua complexidade, permanecem como um dos temas mais controversos em finanças corporativas. Neste sentido, inúmeros são os fatores que podem afetar a prática de pagamento de dividendos das empresas, dentre tais, a maturidade organizacional. Visando compreender este fenômeno, a presente pesquisa tem por objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva, de procedimento documental e abordagem quantitativa dos dados. A amostra de pesquisa corresponde a 203 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, sendo 88 cinquentenárias e 115 não cinquentenárias e o período de análise abrange aos anos de 2010 a 2016, sendo as informações coletadas na base de dados Economática®. Os resultados apontam que rentabilidade, liquidez, tamanho da empresa e pagamento de dividendos no período anterior estão positivamente relacionadas à prática de pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias,

enquanto endividamento influencia de forma negativa. Para as empresas não cinquentenárias, por sua vez, os resultados são similares, visto que apenas liquidez não apresentou significância estatística. Por fim, verificou-se em modelo consolidado que organizações cinquentenárias tendem a adotar o pagamento de dividendos com maior frequência comparativamente a suas contrapartes não cinquentenária, corroborando, desta forma, com estudos teóricos e empíricos anteriores.

Palavras-chave: Política de dividendos. Determinantes do pagamento de dividendos. Empresas cinquentenárias.

ABSTRACT

Although debated since the mid-1950s, dividend policy decisions, through their complexity, remain as one of the most controversial issues in corporate finance. In this sense, there are numerous factors that can affect the practice of payment of dividends of companies, among such, organizational maturity. Aiming to understand this phenomenon, the present research has the objective of verifying the determinants of the payment of dividends of fifty and fifty Brazilian companies. For that, a descriptive research, a documentary procedure and a quantitative data approach were carried out. The research sample corresponds to 203 Brazilian companies listed on the BM & FBovespa, of which 88 are fifty-five and 115 are non-fifty, and the analysis period covers the years 2010 to 2016, and the information is collected in the Economática® database. The results indicate that profitability, liquidity, size of the company and payment of dividends in the previous period are positively related to the practice of paying dividends of fifty-year-old companies, while indebtedness influences negatively. For non-50-year-old companies, the results are similar, since only liquidity did not present statistical significance. Finally, it was verified in a consolidated model that fifty-year-old organizations tend to adopt the payment of dividends more frequently compared to their non-fifty-year counterparts, thus corroborating previous theoretical and empirical studies.

Keywords: Dividend polic. Determinants of the payment of dividends. Fifty-year companies.

1 INTRODUÇÃO

Todas as organizações desejam maximizar seu valor no mercado e, ao fazê-lo, os gestores devem tomar decisões fundamentais quanto ao desenvolvimento e comercialização de produtos, investimentos, financiamento e, principalmente, referente à distribuição dos ganhos da empresa, ou seja, política de dividendos.

Conforme Vancin e Procianoy (2016), dividendos são uma parcela dos resultados líquidos da organização, distribuído entre os seus investidores como forma de remuneração do seu capital investido. Inúmeras pesquisas têm surgido acerca do entendimento acerca do montante pago aos acionistas bem como a forma de distribuição destes resultados. Neste sentido, apesar da existência de amplas explicações teóricas e empíricas, a política de dividendos e seus determinantes são ainda um enigma a ser resolvido em finanças corporativas (AFZA; MIRZA, 2011).

De forma similar, Kouser et al. (2015) mencionam que para aumentar o valor da empresa, os gestores despendem especial atenção em dimensionar o índice de pagamento e o índice de retenção que a organização deve distribuir de seu lucro aos acionistas. Ao fim, se espera que a empresa mantenha um equilíbrio entre a relação do pagamento de dividendos e a retenção dos lucros com o objetivo de satisfazer e, ao mesmo tempo, maximizar a riqueza dos acionistas.

Numa perspectiva histórica, Jabbouri (2016) menciona que as discussões acerca da política de dividendos se mantêm deste o início da década de 1950, especialmente por parte da gestão das organizações, acionistas, credores e acadêmicos. A importância atribuída à decisão de distribuição ou retenção dos lucros decorre de sua interligação com outras decisões corporativas como de investimento

e financiamento e seu impacto na riqueza dos acionistas (JABBOURI, 2016). Afta e Mirza (2011) enfatizam que o entendimento da política de dividendos contribui não apenas com o nível micro, mas também na análise de diversas questões macroeconômicas, uma vez que os dividendos em dinheiro constituem parte da renda de uma nação.

Estudos empíricos, como de Fama e French (2001), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Mubin et al. (2014), Forti, Peixoto e Lima (2015), Vancin e Procianoy (2016), Viana Júnior e Ponte (2016) e Montalvan et al. (2017), dentre outros, têm evidenciado que as características das organizações possuem potencial para explicar o maior ou menor nível de pagamento de dividendos pelas organizações. Uma das características que têm sido observadas num contexto mais contemporâneo condiz com o ciclo de vida organizacional. Neste sentido, Salsa (2010) destaca que modelos de ciclo de vida empresarial têm ajudado a compreender os fenômenos de crescimento e desenvolvimento das organizações bem como suas respectivas consequências em relação às decisões financeiras.

De acordo com Kouser et al. (2015), as empresas jovens têm oportunidades de investimentos relativamente altas e, por isso, seus índices de pagamento de dividendos são baixos, uma vez que estas organizações preferem reter mais recursos a fim de aproveitar as oportunidades mais abundantes existentes. Em contrapartida, empresas maduras têm poucas oportunidades de investimentos, de modo que sua relação para com o pagamento de dividendos é alta e o índice de retenção é baixo (KOUSER et al., 2015).

Com base no contexto acima evidenciado, a presente pesquisa busca contribuir para com o avanço do conhecimento acerca do tema, respondendo seguinte problema de pesquisa: quais os determinantes do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras? Visando responder à questão de pesquisa anteriormente descrita, tem-se por objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras.

O estudo justifica-se pelas narrativas de Al-Gharaibeh, Zurigat e Al-Harahsheh (2013) de que o tema política de dividendos é uma das questões mais relevantes abordadas na literatura financeira moderna. Embora existam inúmeros estudos empíricos acerca do assunto, os achados ainda não são conclusivos, havendo diferentes teorias que apresentam pressupostos diversificados para explicar a política de dividendos adotada pelas organizações (SALSA, 2010; MUBIN et al., 2014; SHEIKH; NAZ; ABBASI, 2016; MONTALVAN et al., 2017).

Ademais, Forti et al. (2015) destacam a relevância do estudo acerca da política de dividendo das organizações pelo fato de estar diretamente associado quase totalidade das outras decisões financeiras das organizações, tais como o nível de endividamento, o volume de investimentos, o volume de caixa disponível, as fusões e aquisições, entre outros. Nesse sentido, os autores afirmam que a compreensão dessas relações ajuda a entender outras decisões das empresas como a estrutura de capital, o apreçamento dos ativos e o seu orçamento de capital, permitindo dessa forma um novo olhar sobre as finanças corporativas.

Além disso, o entendimento sobre a forma como as organizações destinam seus resultados também é essencial para uma ampla gama de usuários. De acordo com Jabbouri (2016), para os profissionais da área de finanças, por exemplo, a compreensão da política de dividendos melhora a compreensão das inter-relações entre as atividades operacionais, de financiamento e de investimento das organizações, bem como auxilia na previsão de pagamento de dividendos futuros.

Logo, à compreensão abrangente dessas inter-relações, juntamente com modelos de avaliação aprimorados, aumentam a confiança dos investidores e estimulam a atividade do mercado e o crescimento econômico (JABBOURI, 2016). Assim sendo, esta pesquisa busca trazer insights que possam fortalecer o mercado brasileiro, bem como trazer evidências adicionais que contribuam para com a literatura sobre política de dividendos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No capítulo destinado a revisão da literatura apresenta-se a discussão teórica que suporta a pesquisa. Esse capítulo está dividido em três seções que tratam dos temas política de pagamento de dividendos, empresas cinquentenárias e não cinquentenárias e determinantes do pagamento de dividendos. Para elaboração deste referencial teórico, fez-se busca bibliográfica nas bases de dados *SPELL - Scientific Periodicals Electronic Library*, *Scopus - Document Search*, *Science Direct*, *Jstor*, Portal de Periódicos Capes, *ProQuest*, bem como nos periódicos especializados em finanças.

2.1 Política de Pagamento de Dividendos

A política refere-se à tomada de decisão entre a distribuição dos resultados líquidos da organização aos seus acionistas como forma de remuneração do capital investido e a retenção destes por parte da empresa para as mais diversas finalidades, sejam para reinvestimento, novos negócios, ou até mesmo para quitação de débitos presentes ou futuros.

As primeiras abordagens acerca da temática política de dividendos datam do final da década de 1930, mais especificamente de 1938 quando o economista John Burr Williams percebeu certa relação entre o pagamento de dividendos e o valor de uma organização. No entanto, foi somente a partir de 1950 que a temática se fortaleceu, sendo um tema controverso na área de finanças (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2015; ABDIOĞLU, 2016).

Nagen e Amaral (2013) explicam que as discussões teóricas e empíricas nas décadas de 1950 e 1960 pautaram-se principalmente em questões que diziam respeito da interferência da política de dividendos no valor da empresa e, conseqüentemente, no preço das ações.

Todavia, as questões vinculadas à política de dividendos são complexas e muitas das dúvidas existentes nos estudos seminais ainda persistem inconclusivos até os dias atuais. A despeito disso, Black (1976) relata que quanto mais se observa a questão de dividendos, mais parece que as peças não se encaixam. Tal fato fez com que o referido autor se enfatiza: “O que a empresa deve fazer com a política de dividendos? Nós não sabemos”. Quarenta anos depois, Amidu e Abor (2006) corroboram relatando que ainda existem muitas razões pelas quais as organizações devem pagar ou não dividendos. No entanto, descobrir por que as empresas pagam dividendos e os investidores observam os dividendos, ainda é problemático.

Neste sentido, sabe-se que empresas bem-sucedida geram renda por intermédio de resultados positivos. Esta renda pode ser investida em ativos operacionais, utilizada para adquirir títulos (recompra de ações), usada para quitar dívidas ou distribuídas aos acionistas como dividendos. As questões que surgem quando uma empresa decide distribuir seus rendimentos aos acionistas inclui à proporção que tal renda será destinada aos acionistas (AMIDU; ABOR, 2006) e, posteriormente, como serão destinados os recursos retidos.

De fato, os lucros pós-impuestos gerados por uma empresa podem ser utilizados para pagamento de dividendos ou retidos na organização para aumentar o fundo dos acionistas. A complexidade da decisão surge neste momento: quando uma ação paga um dividendo maior, menor é a proporção do lucro pós-impuestos que está sendo mantido para crescimento da empresa, afetando as atividades de expansão das operações empresariais; por outro lado, se todo o lucro pós-impuestos for retido, isso causará insatisfação entre os investidores de modo a incentivá-los a investir em ações de outras empresas (FOONG et al., 2007).

Apesar dos recentes desenvolvimentos da literatura e achados empíricos, não há aceitação ou conclusão geral sobre a extensão em que a política de dividendos pode influenciar o desempenho corporativo (TURAKPE; LEGAAGA, 2017). Isso pode estar vinculado à comparação do custo de pagamento de dividendos para com o custo de retenção dos ganhos (FOONG et al., 2007). Neste sentido, a aptidão de investidores ao recebimento de maiores (ou menores) parcelas de dividendos em dinheiro

podem ser dimensionada, conforme pesquisas anteriores, a características das empresas. Dentre tais características, têm-se as oportunidades de investimento (KOUSER et al., 2015) que podem estar vinculadas ao ciclo de vida organizacional (AFZA; MIRZA, 2011).

Foong, Zakaria e Tan (2007) relatam que as decisões de investimento, financiamento e dividendos podem influenciar o valor de uma empresa, sendo estas interdependentes de várias maneiras. Mais precisamente, os investimentos realizados por uma empresa determinam os ganhos futuros e, por consequência, os dividendos em potencial para os próximos períodos. Logo, a política de dividendos influencia o montante de capital próprio existente na estrutura de capital de uma empresa, interferindo no custo de capital. Ao tomar estas decisões inter-relacionadas, o objetivo é maximizar a riqueza dos acionistas.

É nesse contexto que, no entendimento de Forti et al. (2015), as políticas de dividendos, em conjunto com as decisões de investimento e de financiamento, formam os três pilares mais importantes das decisões em finanças corporativas.

Al-Malkawi (2007) destaca que uma elevada gama de características das empresas e do mercado têm sido propostas como potencialmente importantes na determinação da política de dividendos, no entanto Abdioğlu (2016) afirma que as razões por trás do desejo das empresas de distribuir seus ganhos como dividendos ou os créditos dos acionistas para obter dividendos ainda não foram adequadamente resolvidos.

É neste contexto que Salsa (2010) destaca que as variáveis financeiras têm sido associadas às diversas fases do ciclo de vida das organizações e as características destas. Sendo, estas questões, tidas pela literatura como não resolvidas, estimulou a realização desta pesquisa.

2.2 Empresas Cinquentenárias e Não Cinquentenárias

A maturidade das organizações é dimensionada pelo tempo de existência das empresas, sendo as firmas cinquentenárias, ou seja, com mais de meio século de atuação, usualmente consideradas maduras. Tal aspecto advém do fato de que tais organizações são, geralmente, bem-sucedidas e reconhecidas, sobretudo, pelo dinamismo empreendedor e pela capacidade de vencer adversidades econômicas ao longo do tempo (COLLINS; PORRAS, 1995).

Neste sentido, Grullon e Michaely (2002) constataram que grandes empresas, sendo aquelas bem estabelecidas (maduras), não tendem a reduzir o montante nominal de dividendos. De fato, conforme Al-Malkawi (2007), as empresas maduras, por estarem em fase de baixo crescimento, pois já alcançaram seu tamanho ideal, possuem menores oportunidades de investimentos. Por consequência, as referidas empresas não têm incentivos para criar reservas, uma vez que por apresentam baixo crescimento e pouco investimento de capital são lhes permitido realizar uma política de dividendos mais liberais.

Em contrapartida, Afza e Mirza (2011) relatam que as novas empresas precisam construir reservas para enfrentar os desafios que a concorrência de mercado lhes impõe. Portanto, estas organizações precisam manter um nível razoavelmente alto de reservas para suportar o crescimento rápido e os requisitos de financiamento que os restringem a pagar níveis mais elevados de dividendos em um estágio inicial do ciclo de vida corporativo.

De forma mais abrangente, tem-se que à medida que as empresas se tornam maduras, suas oportunidades de crescimento tendem a declinar, resultando em menores necessidades de investimento e, portanto, mais fluxos de caixa estão disponíveis para pagamento de dividendos. Além disso, quando uma empresa madura tem pouca ou nenhuma oportunidade de investimento, um alto nível de dividendos reduzirá os recursos discricionários disponíveis para os gerentes que podem ser desperdiçados em benefícios próprios ou em projetos não lucrativos. Ou seja, tem-se, desta forma, que os dividendos reduzem os custos de agência associados ao fluxo de caixa livre (AL-MALKAWI, 2007).

Cabe destacar que, os preceitos acima mencionados referentes às empresas maduras e sua relação com as oportunidades de investimentos e o fluxo de caixa livre são consonantes com a relação negativa

entre folga financeira e desempenho econômico defendida por alguns pesquisadores. Neste sentido, tal perspectiva que postula a folga financeira como propulsora de ineficiência, defende que recursos em excesso facilitam aos gestores prosseguirem com projetos que tenham vinculado benefícios próprios (DANIEL et al., 2004) além de esconder erros estratégicos (LAFFRANCHINI; BRAUN, 2014) e, portanto, a folga deve ser minimizada buscando reduzir os referidos efeitos (DANIEL et al., 2004). Assim sendo, para empresas maduras com poucas oportunidades de crescimento, a distribuição de dividendos de forma mais agressiva passa a ser uma estratégia viável a fim de minimizar os efeitos negativos que o fluxo de caixa livre pode ocasionar.

De forma geral, os pressupostos da relação do ciclo de vida e dos dividendos, apontam que dividendos são pagos em maior proporção por empresas maduras, enquanto as organizações mais jovens apresentam oportunidades de investimentos relativamente abundantes e apresentam recursos limitados, fazendo maior retenção de seus resultados gerados (EL-ANSARY; GOMMA, 2012). Logo, empresas cinquentenárias, por serem consideradas maduras, devem apresentar tais aspectos em sua forma de dimensionar a política de pagamento de dividendos.

Em contrapartida, em estudo acerca desta temática, Salsa (2010) testou o poder explicativo da fase do ciclo de vida da empresa e dos principais determinantes financeiros da política de dividendos apontados, utilizando uma amostra de 517 empresas alemãs, dinamarquesas, finlandesas, inglesas, italianas e suecas. Os resultados rejeitaram as hipóteses relativas ao ciclo de vida da empresa, ou seja, a fase em que se encontra a empresa não explica sua política de dividendos.

No entanto, estes resultados devem ser analisados com cautela, uma vez que o autor aponta que outras variáveis financeiras como rentabilidade, crescimento, dentre outros, analisados em conjunto com o ciclo de vida das organizações, podem incrementar o poder explicativo da relação entre ciclo de vida das organizações e sua política de dividendos (SALSA, 2010). Para tanto, a próxima seção abordará as variáveis financeiras que, conforme a literatura revisitada pode influenciar na política de dividendos das organizações.

2.3 Determinantes do Pagamento de Dividendos

Diversos estudos têm sido desenvolvidos recentemente visando compreender quais os fatores que impactam na distribuição de dividendos por parte das corporações. Neste sentido, Fama e French (2001) verificaram no mercado acionário norte-americano que a proporção de empresas que pagam dividendos em dinheiro reduziu de 66,5% em 1978 para apenas 20,8% em 1999, sendo tal fato explicado, em parte, pelas mudanças nas características das empresas de capital aberto. Mais precisamente têm-se que a população de empresas listadas nas bolsas de valores norte-americanas se inclina cada vez mais para corporações menores, com baixa rentabilidade e grandes oportunidades de crescimento, características estas típicas de empresas que historicamente nunca pagaram dividendos para seus acionistas.

Amidu e Abor (2006) desenvolveram sua pesquisa buscando identificar os determinantes do pagamento de dividendos das empresas listadas na bolsa de valores de Gana. Para tanto, a análise abrangeu amostra de pesquisa composta por 22 empresas durante o período de 1998 a 2003. Os achados evidenciaram que das variáveis testadas, quatro delas foram significativas, sendo: rentabilidade e fluxo de caixa positivamente relacionada com o nível de pagamento de dividendos; e, crescimento das vendas e valor de mercado da empresa negativamente relacionada com a política de dividendos de empresas ganesas.

A pesquisa de Al-Malkawi (2007) examinou os principais determinantes da política de dividendos corporativos na Jordânia. A amostra de pesquisa foi composta por 160 empresas de capital aberto com dados de 12 anos (1989-2000). Os resultados apontam que a proporção de ações detidas por *insiders* e a propriedade estatal afetam significativamente – de forma negativa e positiva, respectivamente – o montante de dividendos pagos. Além disso, os fatores específicos das firmas como tamanho, idade e rentabilidade estão positivamente relacionados com a política de dividendos das corporações estudadas,

enquanto alavancagem financeira influencia negativamente a prática de pagamento de dividendos.

Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) investigaram o impacto da propriedade familiar e do controle das decisões da divisão de dividendos, dívidas e diretoria da empresa no ambiente do mercado de capitais australiano. Os resultados indicam que as empresas controladas pela família empregam taxas mais elevadas de dividendos, níveis mais elevados de endividamento e menores níveis de independência do conselho em comparação com empresas não familiares. Isso sugere que empresas controladas por famílias usam dividendos ou dívidas como substituto de diretores independentes. Além disso, os autores indicam que os dividendos e o endividamento são mecanismos de governança mais efetivos na mitigação da expropriação das famílias em relação aos acionistas minoritários. Os diretores independentes são, ao contrário, mais eficazes no controle do conflito entre o proprietário e o gerente em empresas não familiares.

Gupta e Banga (2010), por sua vez, examinam os determinantes da decisão de dividendos corporativos das empresas indianas listadas na Bolsa de Valores de Bombaim (Índia) durante o período 2001 a 2007. A amostra de pesquisa foi composta por 150 empresas pertencentes a 16 setores industriais diferentes. Os resultados indicaram que alavancagem, liquidez, rentabilidade, crescimento e estrutura de propriedade são os principais fatores de determinação da política de dividendos para empresas indianas.

Holanda e Coelho (2012) investigaram se características externas à operação da empresa diferenciam a política de dividendos em empresas listadas na BM&FBOVESPA, em uma amostra de 410 firmas no período de 1998 a 2010. Os resultados indicaram tanto a decisão de declarar dividendos quanto o seu montante foram afetados por variáveis operacionais, tais como a geração de caixa, rentabilidade do patrimônio líquido, retorno de mercado e tamanho dos ativos, além de adesão a níveis de governança corporativa. No entanto, a alavancagem financeira e oportunidade de crescimento demonstraram-se sem significância tanto para indicar a declaração dos dividendos quanto para definir o montante distribuído pelas empresas brasileiras de capital aberto foco de análise.

Almeida, Pereira e Tavares (2015) analisaram a distribuição de dividendos das empresas não financeiras do mercado de capitais português entre os anos de 1997 e 2011. Os resultados sugerem que a estabilidade do pagamento de dividendos, o valor de mercado, o *pay-out* anterior e a dimensão da corporação influenciam positivamente para com a política de pagamento de dividendos, enquanto as oportunidades de crescimento e o investimento influenciam negativamente a distribuição de dividendos.

No contexto brasileiro, Forti et al. (2015) investigaram os determinantes da política de distribuição das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA durante o período de 1995 a 2011. Os resultados indicaram que as variáveis tamanho, *Return on Assets* (ROA), *Market to Book Value*, liquidez e crescimento dos lucros apresentaram relação positiva e significativa com a política de dividendos, ou seja, quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão ao pagamento de dividendos aos seus acionistas. No entanto, a alavancagem, o Capex (taxa de investimento ou de crescimento do ativo imobilizado da empresa), o beta e a tangibilidade apresentaram relação negativa. Além disso, os autores identificaram que empresas que investem mais em ativo imobilizado possuem liquidez muito elevada, maior alavancagem, maior risco e menor conflito entre controladores e minoritários e possuem menor propensão a pagar dividendos aos acionistas.

Como se pode observar, a literatura revisitada, tanto nacional quanto internacional, propõe os mais variados fatores e características das empresas e do mercado como potencialmente importantes na determinação da política de dividendos. Sendo assim a presente pesquisa analisa alguns desses fatores, tais como, rentabilidade, liquidez, endividamento, tamanho, dividendos pagos no ano anterior e crescimento da empresa. Sendo assim, na próxima seção apresentam-se os procedimentos metodológicos da pesquisa.

3 METODOLOGIA

Com o intuito de verificar os determinantes do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras, a presente pesquisa é caracterizada quanto aos objetivos como descritiva, pois observa variáveis sem manipulá-las. Ademais, o estudo configura-se como análise documental, devido aos dados contábeis e financeiros utilizados para cálculo das variáveis serem obtidos na base de dados Economática®. Por fim, a abordagem do problema é delineada como quantitativa, uma vez que identifica a relação entre as variáveis com o uso de técnicas estatísticas.

A população da pesquisa foi composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. A fim de delinear a amostra de pesquisa, foram excluídas as empresas que atuam no segmento financeiro, por apresentarem características particulares vinculadas ao referido setor, bem como aquelas organizações que não dispunham de informações para cálculo de todas as variáveis em estudo. Além disso, a amostra foi separada e analisada em dois grupos distintos. O primeiro grupo é composto de empresas com mais de 50 anos desde a sua fundação (empresas cinquentenárias) e, um segundo grupo com menos de 50 anos (empresas não cinquentenárias).

O período de análise compreende aos anos de 2010 a 2016. Estabeleceu-se nessa pesquisa o ano de 2016 como ponto de referência para a separação dos dois grupos. Tal separação de grupos permitirá analisar, comparativamente, se há diferença no comportamento dos determinantes do pagamento de dividendos de empresas brasileiras com mais e com menos de 50 anos. Desta forma, ao final, a amostra de pesquisa foi composta por 203 empresas (total de 1.421 observações), sendo 88 cinquentenárias (616 observações) e 115 não cinquentenárias (805 observações).

Os dados relacionados às variáveis utilizadas no estudo são de caráter secundário, sendo sua coleta realizada na base de dados Economática® em julho de 2017. As variáveis utilizadas são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Descrição das Variáveis das Regressões

Variáveis	Indicador	Fórmula	Relação Esperada	Autores que embasam a Fórmula/Relação
Dependente	Pagamento de Dividendos (DIV)	Variável Dicotômica – Empresas que não pagaram dividendos no período = 0; Empresas que pagaram dividendos no período = 1.	Não se Aplica	Fama e French (2001); Jiraporn e Chintrakarn (2009); Kim e Gu (2009).
Independentes	Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	+	Kania e Bacon (2005); Gupta e Banga (2010); Almeida et al. (2015); Montalvan et al. (2017).
	Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo Circ.} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	+	Kania e Bacon (2005); Gupta e Banga (2010); Forti et al. (2015); Vancin e Procianoy (2016).
	Endividamento (END)	$\frac{\text{Pas. Circ.} + \text{Pas. Não Circ.}}{\text{Ativo Total}}$	+/-	Kania e Bacon (2005); Gupta e Banga (2010); Montalvan et al. (2017).
	Tamanho (TAM)	LN do Ativo Total	+	Forti et al. (2015); Vancin e Procianoy (2016); Montalvan et al. (2017).
	Crescimento da Empresa (CRESC)	$\frac{\text{Ativo } t - \text{Ativo } t - 1}{\text{Ativo Total } t - 1}$	-	Kania e Bacon (2005); Iquiapaza et al. (2008); Holanda e Coelho (2012).
	Pagamento de Dividendos do Período Anterior (DIVAnt)	Variável Dicotômica – Empresas que não pagaram dividendos no período anterior = 0; Empresas que pagaram dividendos no período anterior = 1.	+	Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida et al. (2015); Vancin e Procianoy (2016).
	Empresas Cinquentenárias* (CIQ)	Variável Dicotômica: Empresas com menos de 50 anos = 0; Empresas com mais de 50 anos = 1.	+	Grullon e Michaely (2002); Holt (2003); Salsa (2010).

Obs.: *variável dicotômica que se aplica apenas ao modelo consolidado (modelo 3 abaixo apresentado).

Fonte: elaborado pelos autores (2018).

Como se pode observar no Quadro 1, considerou-se como variável dependente os dividendos pagos no período e como variáveis independentes (explicativas) rentabilidade, liquidez, endividamento, tamanho, crescimento da empresa, dividendos pagos no período anterior e empresas cinquentenárias e não cinquentenárias. A inserção dessas variáveis visa expandir a explicação e compreensão do comportamento dos dividendos das empresas que compõe a amostra deste estudo.

O dimensionamento da amostra em empresas cinquentenárias e não cinquentenárias justifica-se pela análise do comportamento do ciclo de vida empresarial sobre as perspectivas de crescimento e desenvolvimento das organizações e suas respectivas consequências em relação às decisões financeiras (Salsa, 2010), na medida em que, conforme indicam Afza e Mirza (2011), Al-Malkawi (2007), Collins e Porras (1995) e Grullon e Michaely (2002), empresas maduras (empresas cinquentenária), por terem alcançado determinado tamanho ideal, possuem menores oportunidades de investimentos, tendem a não ter incentivos para criar reservas de caixa, o que lhes permite realizar uma política de dividendos mais liberais em comparação às suas contrapartes (empresas não cinquentenárias).

Para a análise dos resultados aplicou-se inicialmente estatística descritiva a fim de apresentar e sumarizar o conjunto de variáveis utilizadas no estudo conforme descritas no Quadro 1. As medidas usadas para descrever esse conjunto de variáveis foram mínimo, máximo, média e desvio-padrão. Dessa forma, pretende-se fornecer uma síntese dos dados observados. Na análise descritiva aplica-se ainda o teste de média *t-student* entre os dois grupos de estudos (empresas com mais e menos de 50 anos).

Ademais, como técnica estatística principal e fazendo uso das variáveis expostas no Quadro 1, fez-se uso do método estatístico de regressão logística. Mais especificamente, são operacionalizados três modelos, sendo o primeiro para empresas não cinquentenárias (modelo 1), o segundo para empresas cinquentenárias (modelo 2) e, por fim, modelo consolidado (modelo 3), onde se acrescenta variável dicotômica para o estágio de vida da organização (cinquentenária ou não cinquentenária). Para melhor visualização, apresenta-se, portanto, os modelos aplicados no estudo.

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{RENT} + \beta_2 \text{LIQ} + \beta_3 \text{END} + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{CRESC} + \beta_6 \text{DIVAnt} + \varepsilon \quad (1 \text{ e } 2)$$

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{RENT} + \beta_2 \text{LIQ} + \beta_3 \text{END} + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{CRESC} + \beta_6 \text{DIVAnt} + \varepsilon \quad (3)$$

Cabe destacar que o objetivo da regressão logística é gerar uma função matemática cuja resposta possibilite estabelecer a probabilidade de uma observação pertencer a um dado grupo previamente estabelecido, em razão do comportamento de um conjunto de variáveis independentes. Logo, os coeficientes estimados pelo referido modelo de regressão indicam a importância de cada variável independente para a ocorrência do evento (BRITO; ASSAF NETO, 2008), conforme será realizado nesta pesquisa mediante modelos de regressão logística. Por fim, ressalta-se que as técnicas estatísticas empregadas neste estudo foram realizadas com apoio do software estatístico especializado SPSS® 21, além de planilhas eletrônicas para tabulação dos dados estudados.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção abrange a análise dos resultados do estudo, cujos dados foram coletados e analisados a partir do estabelecido nos procedimentos metodológicos e em conformidade com o objetivo proposto no trabalho. Inicia-se com a análise da estatística descritiva das variáveis utilizadas, tanto categóricas como numéricas e, na sequência, têm-se as inferências acerca da regressão logística. Assim sendo, apresenta-se inicialmente a Tabela 1 que contém estatística descritiva das variáveis categóricas de estudo.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis Categóricas

	Empresas Cinquentenárias				Empresas Não Cinquentenárias			
	Sim		Não		Sim		Não	
	Nr.	%	Nr.	%	Nr.	%	Nr.	%
DIV	452	73,3%	164	26,6%	585	72,7%	220	27,3%
DIVAnt	460	74,7%	156	25,3%	573	71,2%	232	28,8%

Fonte: dados da pesquisa (2018).

Conforme Tabela 1, é possível observar que o número de empresas que pagam dividendos aos acionistas, tanto cinquentenárias como não cinquentenárias, é expressivo no contexto brasileiro. Mais precisamente, tem-se que 73,3% das organizações cinquentenárias no Brasil pagaram dividendos no período de 2010 a 2016, contra 72,7% das empresas não cinquentenárias. Desta forma, tem-se que proporcionalmente a prática de pagamento de dividendos entre ambos os grupos é bastante similar, apesar de ligeiramente superior para as organizações cinquentenárias.

Fama e French (2001) observaram que no período mais recente de sua pesquisa, apenas 20,8% das organizações norte-americanas pagaram dividendos em dinheiro, o que é significativamente inferior aos achados desta pesquisa para o contexto brasileiro. Explicação viável para o referido fato pode estar relacionado às características particulares da legislação brasileira no que concerne ao pagamento de dividendos. No Brasil, os dividendos mínimos obrigatórios podem influenciar os níveis de pagamento de dividendos das empresas mediante imposição legal (FORTI et al., 2015).

Complementarmente, tem-se que a variável categórica Pagamento de Dividendos do Período Anterior (DIVAnt) apresenta comportamento similar, o que é natural, visto que reflete o pagamento de dividendos das empresas brasileiras nos anos anteriores aos períodos base sendo, portanto, de 2009 a 2015. Mais precisamente, para esta, a proporção de distribuição é de 74,7% para empresas cinquentenárias e 71,2% para as não cinquentenárias. Visto e discutidos os achados para as variáveis categorias, apresenta-se, na sequência, conforme Tabela 2, a estatística descritiva para as variáveis numéricas, que posteriormente serão foco de análise.

Tabela 2 – Estatística Descritiva e Teste de Média das Variáveis Numéricas

Variáveis	Empresas Cinquentenárias				Empresas Não Cinquentenárias				Teste de Média (t de student)	
	Média	DP	Mín.	Máx.	Média	DP	Mín.	Máx.	T	Sig.
RENT	0,056	0,083	-0,526	0,364	0,091	0,097	-0,344	0,478	-7,053	0,000*
LIQ	1,298	0,845	0,117	7,390	1,344	0,935	0,033	8,106	-0,975	0,165
END	0,621	0,249	0,090	1,807	0,610	0,216	0,035	1,518	0,897	0,185
TAM	14,476	1,953	10,324	20,618	14,922	1,514	9,639	18,624	-4,850	0,000*
CRESC	0,082	0,158	-0,337	0,950	0,100	0,181	-0,342	0,973	-1,885	0,030*

*Significância ao Nível de 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2018).

A Tabela 2 demonstra que a rentabilidade das empresas cinquentenárias é inferior, em média, em relação às de empresas não cinquentenárias. A medida utilizada de retorno sobre os ativos aponta que o retorno médio de empresas cinquentenárias é de 5,6% ao ano sobre o total de aplicações de recursos (ativos), enquanto para as empresas não cinquentenárias o retorno alcança o patamar médio de 9,1%. Conforme o teste de médias t de *student*, estas diferenças apresentaram-se estatisticamente significativas.

Os achados acima descritos podem ser interpretados mediante as assertivas de Grullon e Michaely (2002). De acordo com os autores, à medida que uma empresa se torna madura, passa a apresentar menos opções para crescimento e os ativos existentes desempenham um papel maior na determinação do valor da organização. Desta forma, tem-se que para as empresas mais antigas há um declínio no número de oportunidades de investimentos de alto retorno disponíveis. Por consequência, o retorno sobre o investimento da empresa madura (retorno sobre o patrimônio líquido ou retorno sobre os ativos) tende a diminuir e, assim, seus lucros econômicos (GRULLON; MICHAELY, 2002), o que corrobora os resultados desta pesquisa para o contexto brasileiro.

Em referência as variáveis de liquidez e endividamento, nota-se que as organizações cinquentenárias operam com níveis de liquidez inferiores comparativamente ao das organizações não cinquentenárias, além de apresentarem patamares mais elevados de endividamento. Todavia, ambos os resultados reportados não são estatisticamente diferentes conforme teste de médias. Mesmo assim, é cabível mencionar a assertiva de Afza e Mirza (2011) de que as empresas mais novas precisam constituir reservas a fim de enfrentar os empecilhos que a concorrência lhes impõe, o que corrobora ao fato de operarem com níveis mais elevados de liquidez conforme observado.

Ademais, quanto ao tamanho, percebe-se que as organizações cinquentenárias apresentam dimensão inferior ao de suas contrapartes não cinquentenárias, sendo tais achados significativos ao nível de 5%. A priori, o referido resultado pode ser considerado controverso, visto que as organizações mais antigas, que possuem, portanto, tempo de operação superior, apresentam, em média, tamanho inferior. Todavia, de acordo com Al-Malkawi (2007), as empresas maduras, além de apresentarem baixo crescimento devem, em tese, já ter alcançado seu tamanho ideal. Desta forma, os resultados encontrados no cenário brasileiro podem sinalizar que as organizações cinquentenárias podem ser menores por já ter conseguido dimensionar corretamente sua estrutura de ativos mediante aspectos como demanda de mercado, propensão ao risco desejado, entre outros.

Por fim, tem-se que o crescimento das empresas é mais acelerado em firmas não cinquentenárias comparativamente as cinquentenárias. Neste sentido, ainda conforme Al-Malkawi (2007), à medida que as organizações se tornam maduras, suas oportunidades de crescimento tendem a diminuir, resultando em menores necessidades de investimento e, portanto, fluxos de caixa mais abundantes estão disponíveis para pagamento de dividendos. Desta forma, é suscetível esperar que a crescimento das empresas cinquentenárias seja de fato mais lento, conforme constatado nesta pesquisa.

Visto e analisados os resultados vinculados à estatística descritivas das variáveis de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias, apresenta-se, na sequência, conforme Tabela 3, os resultados vinculados as regressões logísticas, Equação 1 e Equação 2, que visam verificar os determinantes do pagamento de dividendos das empresas brasileiras foco de estudo.

Tabela 3 – Determinantes do Pagamento de Dividendos em Empresas Cinquentenárias e Não Cinquentenárias

Variáveis	Relação Esperada	Cinquentenárias (Equação 1)			Não Cinquentenárias (Equação 2)		
		B	Wald	Sig.	β	Wald	Sig.
Constante	Não se aplica	-5,8896	16,2800	0,000*	-5,1691	12,0075	0,000*
RENT	+	6,8928	12,1725	0,000*	8,0982	25,7145	0,000*
LIQ	+	0,7968	5,8235	0,015*	0,1748	1,1493	0,284
END	+/-	-2,7354	11,2977	0,001*	-2,5658	13,1431	0,000*
TAM	+	0,3997	18,9787	0,000*	0,3258	10,2717	0,001*
CRES	-	0,2957	0,1091	0,741	1,3306	3,7099	0,054
DIVAnt	+	2,7367	75,9279	0,000*	3,3506	185,9973	0,000*
Teste do Rácio de Verossimilhança: α :		327,514			471,498		
Teste de Hosmer e Lemeshow: α :		0,1289			0,2758		
Pseudo R ² Nagelkerke: α :		0,6791			0,6432		

*Significância ao Nível de 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2018).

Conforme Tabela 3, tem-se inicialmente que a variável rentabilidade está positivamente relacionada ao pagamento de dividendos, sendo tais evidências congruentes aos achados tanto de empresas cinquentenárias bem como de organizações não cinquentenárias. Tais resultados são consistentes as evidências empíricas anteriores advindas de contextos diversificados como de Amidu e Abor (2006), Al-Malkawi (2007), Gupta e Banga (2010), Holanda e Coelho (2012) e Forti et al. (2015).

Teoricamente, um dos fatores determinantes para a realização do pagamento de dividendos consiste na rentabilidade. A maximização da eficiência operacional da empresa, medida através do *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT), representa, por consequência natural, um aumento nos fluxos de caixa livres disponíveis, o que pode levar ao maior pagamento de dividendos (FERNANDES; RIBEIRO, 2013; ALMEIDA et al., 2015; MONTALVAN et al., 2017). De fato, os gestores sentem-se mais confortáveis pagando dividendos quando a empresa apresenta maior rentabilidade e retorno sobre os seus investimentos superiores. Além disso, os próprios acionistas aguardam dividendos maiores quando a empresa possui maior rentabilidade (FORTI et al., 2015).

Quanto à liquidez, a relação para com o pagamento de dividendos é positiva, todavia, apenas para as organizações cinquentenárias os resultados são significativos ao nível de 5%. De acordo com Gupta e Banga (2010), as empresas que fazem pagamentos de dividendos em dinheiro devem ser liquidas o suficiente para distribuir dividendos, além de se manterem solventes. Assim sendo, é razoável supor que o maior nível de dividendos garante propensão superior a pagar dividendos, sem que deixe a empresa desprotegida financeiramente, corroborando aos achados para o contexto brasileiro.

Todavia, é importante ressaltar que apesar de positivo, tais achados vinculados à liquidez não são significativos para as empresas não cinquentenárias. Conforme Afza e Mirza (2011), as organizações mais novas precisam manter níveis razoavelmente altos de reservas a fim de suportar o crescimento rápido. Assim, por vezes, empresas com alta liquidez podem optar por reter tais recursos visando investimentos futuros que são mais abundantes para as organizações não cinquentenárias, justificando, portanto, a relação não significativa evidenciada para a referida amostra.

O endividamento, por sua vez, em ambas as amostras analisadas – de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias – apresenta relação inversa (negativa) para com a variável dependente de pagamento de dividendos. Desta forma, tem-se que tanto empresas cinquentenárias como não cinquentenárias que apresentam patamares de dívidas junto a terceiros inferiores possuem maior propensão ao pagamento de dividendos aos acionistas. De fato, altos patamares de endividamento tendem a implicar em menor pagamento de dividendos mediante ao fato de que o fluxo e caixa livre deve ser utilizado na liquidação das dívidas (MOTALVAN et al., 2017).

Neste sentido, especificamente no contexto brasileiro, Procianoy e Vancin (2014) destacam que empresas endividadas tendem a pagar dividendos apenas sob condição legal e, mesmo assim, quando o fazem, destinam aos acionistas apenas o mínimo obrigatório já que utilizam seus fluxos de caixa livre para o pagamento de suas dívidas. Além disso, Iquiapaza et al. (2008) mencionam que uma estrutura de capital mais alavancada faz com que as empresas estejam obrigadas a realizar pagamentos de juros e amortizações da dívida, mitigando os recursos disponíveis para o pagamento de dividendos, o que corrobora com os achados aqui observados em empresas cinquentenárias e não cinquentenárias.

A variável tamanho demonstra-se positiva e significativamente relacionada com o pagamento de dividendos tanto para empresas cinquentenárias como para as organizações não cinquentenárias. De acordo com Fama e French (2001), empresas maiores são, geralmente, mais diversificadas e, assim, tendem a apresentarem ganhos e fluxo de caixa líquido menos voláteis. De fato, conforme Iquiapaza et al. (2008), empresas com maior tamanho devem tender a uma política de dividendos mais generosa, o que suporta a assertiva desta pesquisa de que organizações brasileiras maiores distribuem seus resultados como dividendos de forma mais constante aos seus acionistas.

A variável crescimento da empresa não se apresenta como um determinante do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras visto a falta de significância estatística da mesma em ambas as amostragens. De acordo com Almeida et al. (2015), era de se esperar que quando a empresa vislumbra investir no mercado, tende-se a preterir os dividendos ao investimento. De fato, o crescimento da empresa, que possui relação direta com as necessidades de financiamento, faz com que as empresas distribuam menos dividendos a fim de reduzir as necessidades de financiamento externo (SALSA, 2010). Logo, os achados desta pesquisa, além de não significativos, apresentam coeficiente positivo, o que não corrobora com o entendimento teórico existente.

Por fim, em relação ao pagamento de dividendos do período anterior, tem-se relação positiva e significativa tanto para empresas cinquentenárias como não cinquentenárias. Historicamente, Lintner (1956) apresentou em seu modelo haver correlação positiva entre o pagamento de dividendo no passado e o pagamento de dividendo no presente. Mais especificamente, conforme este modelo, os gestores possuem maior propensão em manter taxas constantes de pagamento de dividendos com o intuito de sinalizar ao mercado sua crença no desempenho favorável da organização.

Numa perspectiva mais atual, tem-se que o anúncio do pagamento de dividendos e/ou a alteração na sua política por parte das organizações pode causar uma reação no comportamento dos investidores, fazendo com que gestores tenham incentivos a manter constantes os pagamentos de dividendos ao longo do tempo. Dessa forma, espera-se encontrar relação positiva entre os dividendos pagos no exercício anterior e o pagamento de dividendos no exercício presente (Fernandes e Ribeiro, 2013; Vancin e Procianoy, 2016), corroborando com os achados desta pesquisa.

Analisado os determinantes do pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras operacionaliza-se, na sequência, modelo consolidado dos dados conforme Equação 3, no qual testa-se adicionalmente a variável dicotômica de empresas cinquentenárias. Desta forma, segue Tabela 4 com os referidos resultados para posteriores inferências.

Tabela 4 – Determinantes do Pagamento de Dividendos Consolidado

Variáveis	Relação Esperada	B	Wald	Sig.
Constante	Não se aplica	-5,6407	29,8521	0,000*
RENT	+	7,9128	42,1587	0,000*
LIQ	+	0,2927	4,3018	0,038*
END	+/-	-2,6720	26,4627	0,000*
TAM	+	0,3616	29,6512	0,000*
CRES	-	0,8974	2,7365	0,098
DIVAnt	+	3,1678	276,7425	0,000*
CIQ	+	0,4423	4,7114	0,030*

Teste do Rácio de Verossimilhança: α : 805,629

Teste de ajustamento de Hosmer e Lemeshow: α : 0,1068

Pseudo R² Nagelkerke: α : 0,1068

*Significância ao Nível de 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2018).

Conforme Tabela 4, é possível observar que as variáveis rentabilidade, tamanho e pagamento de dividendos do período anterior permanecem positivamente e significativamente relacionadas com o pagamento de dividendos, enquanto o endividamento é negativo e significativo, estando estes, portanto, em consonância com os achados evidenciados para os modelos individualizados de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias (Equações 1 e 2) descritos na Tabela 3. A variável liquidez, por sua vez, que havia apresentado significância apenas para o modelo de empresas cinquentenárias, no consolidado também é significativa, sugerindo que quanto maior o nível de liquidez das organizações brasileiras em geral, maior será a prática de pagamento de dividendos, corroborando com os preceitos teóricos já discutidos anteriormente. Por fim, a variável crescimento da empresa permanece sem significância estatística e, portanto, não se apresenta como determinante do pagamento de dividendos.

A variável de empresas cinquentenárias, adicional neste modelo, aponta relação positiva e significativa para o pagamento de dividendos, o que sugere, portanto, que organizações mais antigas apresentam maior propensão de distribuir seus ganhos. De fato, conforme Holt (2003) a visão do ciclo de vida da empresa sugere que organizações pequenas e jovens com boas oportunidades de crescimento retêm fundos para a expansão, enquanto empresas grandes e maduras possuem maior propensão a pagar dividendos, corroborando com a relação positiva evidenciada para empresas brasileiras cinquentenárias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A política de dividendos consiste na distribuição dos resultados econômicos das organizações aos seus acionistas como forma de remuneração do seu capital investido. As primeiras abordagens acerca desta temática datam do final da década de 1930, no entanto, foi somente a partir do final da década de 1950 e início da década de 1960 que ela se estabeleceu como uma importante área em finanças, conforme destacado por Almeida et al. (2015) e Abdioğlu (2016).

A partir de então, a política de dividendos tem sido considerada, juntamente como as decisões de financiamentos e investimento, uma das áreas mais importantes e estudadas em finanças corporativas, pois tem impacto direto sobre os resultados econômicos e financeiros das organizações (SALSA, 2010; ALMEIDA et al., 2015); VIANA JÚNIOR; PONTE, 2016).

Apesar de intensa investigação acerca desta temática ser produzida nas últimas décadas, as conclusões quanto às teorias explicativas e/ou quanto aos determinantes da política de dividendos não apresentaram conclusões consensuais (SALSA, 2010; PEREIRA; VIEIRA, 2016; VANCIN; PROCIANOY, 2016; MONTALVAN et al., 2017), sendo ainda um dos temas que geram grande controvérsia, especialmente quanto ao seu impacto no valor da empresa e na riqueza dos acionistas (PEREIRA; VIEIRA, 2016). Entender quais fatores influenciam as empresas em suas decisões de

distribuição e retenção de caixa é importante para gestores financeiros, investidores e para os órgãos reguladores de mercado (Forti et al., 2015).

A partir da literatura revisitada, tanto internacional quanto nacional, percebeu-se que, a determinação da política de dividendos em relação à idade das organizações tem sido de certa forma negligenciada, sendo que poucos estudos, tais como Grullon e Michaely (2002), Holt (2003) e Salsa (2010) têm discutido a temática neste ambiente, o que tem estimulado a realização deste estudo.

Nesse sentido, visando compreender os determinantes da política de dividendos neste ambiente, o presente estudo objetivou verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva, de procedimento documental e abordagem quantitativa dos dados. A amostra compreendeu 203 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, sendo 88 cinquentenárias e 115 não cinquentenárias no período de 2010 a 2016, sendo as informações coletadas na base de dados Economática®.

Os resultados apontaram que o número de empresas que pagam dividendos aos acionistas, tanto cinquentenárias como não cinquentenárias, é expressivo no contexto brasileiro, sendo 73,3% das organizações cinquentenárias e 72,7% das empresas não cinquentenárias. Este resultado é muito superior ao encontrado em estudo similar de Fama e French (2001) no contexto americano. Tal resultado pode ser associado às características da legislação brasileira quanto ao pagamento mínimo obrigatório.

Quanto à resposta geral do estudo, os resultados apontaram que rentabilidade, liquidez, tamanho da empresa e pagamento de dividendos no período anterior estão positivamente relacionadas à prática de pagamento de dividendos de empresas cinquentenárias, enquanto endividamento influencia de forma negativa. Os resultados são similares em empresas não cinquentenárias, visto que apenas liquidez não apresentou significância estatística. Em modelo consolidado, conclui-se que organizações cinquentenárias tendem a adotar o pagamento de dividendos com maior frequência comparativamente a suas contrapartes não cinquentenárias, corroborando, desta forma, com estudos teóricos e empíricos anteriores.

A relevância de estudos acerca da política de dividendos das organizações concerne na importância da temática para as organizações por estar diretamente associada às outras decisões financeiras das organizações. Dessa forma, a compreensão dessas relações ajuda a entender outras decisões das empresas como a estrutura de capital, o apereçamento dos ativos e o seu orçamento de capital, permitindo dessa forma um novo olhar sobre as finanças corporativas (FORTI et al., 2015). De forma geral, pretendeu-se com este estudo, trazer insights que possam fortalecer o mercado brasileiro, bem como trazer evidências adicionais que contribuam para com a literatura sobre política de dividendos.

Cabe destacar que os resultados obtidos neste estudo só podem ser aplicados para a amostra em questão, não podendo ser generalizados a todas as empresas, na medida em que outras variáveis, tanto endógenas quanto exógenas não contempladas neste trabalho, poderiam exercer influência nos resultados alcançados. Contudo, entende-se que tal fator não invalida os resultados dessa pesquisa.

O esforço aqui despendido não esgotou o tema distribuição de dividendos, desta forma, espera-se que este trabalho contribua para o desenvolvimento de novos estudos. Assim, para trabalhos futuros, sugere-se a aplicação de outras métricas (variáveis explicativas), além de outros métodos estatísticos. A distribuição de dividendos em empresas centenárias e não centenárias podem sofrer influência quando do considerados a sua estrutura de propriedade, desta forma, estudos futuros podem analisar este fenômeno na perspectiva de empresas familiares e não familiares.

Além da aplicação de outras variáveis e métodos, e ainda considerar a estrutura de propriedade, sugere-se para trabalhos futuros, estudos com empresas de outros países, com o intuito de analisar como a distribuição de dividendos em empresas cinquentenárias e não cinquentenárias se comportam em outros mercados e em diferentes contextos, permitindo assim uma comparação com os resultados obtidos no presente estudo.

REFERÊNCIAS

ABDİOĞLU, Nida. On the determinants of corporate dividend policy: a tobit model approach. **Journal of Management and Economics Research**, v. 14, n. 1, pp. 332-345, 2016.

AFZA, Talat; MIRZA, Hammad Hassan. Do mature companies pay more dividends? Evidence from Pakistani stock market. **Mediterranean Journal of Social Sciences**, v. 2, n. 2, pp. 152-161, 2011.

AL-GHARAIBEH, Mohammad; ZURIGAT, Ziad; AL-HARAHSEH, Khaled. The effect of ownership structure on dividends policy in Jordanian companies. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, v. 4, n. 9, pp. 769-796, 2013.

AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar. Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, v. 23, n. 2, pp. 44-70, 2007.

ALMEIDA, Luís António Gomes; TAVARES, Fernando Oliveira; PEREIRA, Elisabeth Teixeira. Efeito subprime na distribuição de dividendos em Portugal. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 14, n. 4, pp. 10-25, 2015.

AMIDU, Mohammed; ABOR, Joshua. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. **The Journal of Risk Finance**, v. 7, n. 2, pp. 136-145, 2006.

BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, pp. 5-8, 1976.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, pp. 18-29, 2008.

COLLINS, James C.; PORRAS, Jerry I. **Feitas para durar: prática bem-sucedidas de empresas visionárias**. Rio de Janeiro: Rocco, 408 pp.

DANIEL, Francis; LOHRKE, Franz T.; FORNACIARI, Charles J.; TURNER JR, Andrew. Slack resources and firm performance: a meta-analysis. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 6, pp. 565-574, 2004.

EL-ANSARY, Osama; GOMAA, Tasneem. The life cycle theory of dividends: evidence from Egypt. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 97, n. 1, pp. 72-80, 2012.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, pp. 3-43, 2001.

FERNANDES, David José Miranda; RIBEIRO, Alexandrino Manuel Oliveira. Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. **Estudos do ISCA**, v.4, n. 7, pp. 1-12, 2013.

FOONG, Swee Sim; ZAKARIA, Nadisah Binti; TAN, Hui Boon. Firm performance and dividend-related factors: the case of Malaysia. **Labuan Bulletin of International Business and Finance (LBIBF)**, v. 5, n. 1, pp. 97-111, 2007.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, pp. 167-180, 2015.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, pp. 1649-1684, 2002.

GUPTA, Amitabh; BANGA, Charu. The determinants of corporate dividend policy. **Decision**, v. 37, n. 2, pp. 63-77, 2010.

HOLANDA, Allan Pinheiro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, pp. 448-463, 2012.

HOLT, Richard W. P. Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 27, n. 3, pp. 467-502, 2003.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. Assymmetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, pp. 1001-1014, 2008.

JABBOURI, Imad. Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: evidence from MENA stock markets. **Research in International Business and Finance**, v. 37, n. 1, pp. 283-298, 2016.

JIRAPORN, Pornsit; CHINTRAKARN, Pandej. Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy. **Journal of Financial Services Research**, v. 36, n. 1, pp. 1-19, 2009.

KANIA, Sharon L.; BACON, Frank W. What factors motivate the corporate dividend decision?. **ASBBS E-Journal**, v. 1, n. 1, pp. 97-107, 2005.

KIM, Hyunjoon; GU, Zheng. Financial features of dividend-paying firms in the hospitality industry: A logistic regression analysis. **International Journal of Hospitality Management**, v. 28, n. 3, pp. 359-366, 2009.

KOUSER, Rehana; LUQMAN, Rabia; YASEEN, Asif; AZEEM, Muhammad. Dividend payout policy and financial crisis: evidence from the life cycle theory. **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, v. 9, n. 2, pp. 583-597, 2015.

LAFFRANCHINI, Giacomo; BRAUN, Mike. Slack in family firms: evidence from Italy (2006-2010). **Journal of Family Business Management**, v. 4, n. 2, pp. 171-193, 2014.

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

MONTALVAN, Samuel Mongrut; BARILLA, Cinzia Delfino; RUIZ, Gianni Devercelli. Corporate governance and dividend policy in Peru: is there any link?. **Revista Mexicana de Economía y Finanzas**, v. 12, n. 2, p. 103-116, 2017.

MUBIN, Muhammad; AHMED, Muneer; FARRUKH, Muhammad; LAL, Irfan; HUSSAIN, Adnan. Determinants of dividend with industry-wise effect—evidence from KSE 100 Index. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 5, n. 3, p. 62-69, 2014.

NAGEM, Lilian Marques; AMARAL, Hudson Fernandes. Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 2, pp. 61-73, 2013.

PROCIANOY, Jairo Laser; VANCIN, Daniel. Dividends: Publicly listed brazilian companies' propensity to pay or not to pay. **Available at SSRN 2447972**, 2014.

SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Tourism & Management Studies**, n. 6, pp. 162-174, 2010.

SETIA-ATMAJA, Lukas; TANEWSKI, George A.; SKULLY, Michael. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 36, n. 7-8, p. 863-898, 2009.

SHEIKH, Nadeem Ahmed; NAZ, Seema; ABBASI, Muhammad Nauman. Communal determinants of dividend policy and capital structure: evidence from Pakistan. **Pakistan Journal of Social Sciences**, v. 36, n. 2, pp. 771-780, 2016.

TURAKPE, Morrison Jostus; FIIWE, James Leekaaga. Dividend policy and corporate performance: A multiple model analysis. **Equatorial Journal of Finance and Management Sciences**, v. 2, n. 2, pp. 1-16, 2017.

VANCIN, Daniel Francisco; PROCIANOY, Jairo Laser. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016.

VIANA JUNIOR, Dante Baiardo Cavalcante; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contabil**, v. 12, n. 1, pp. 25-44, 2016.