

Os determinantes da distribuição de dividendos das empresas de capital aberto: o caso de Portugal e do Brasil

Resumo

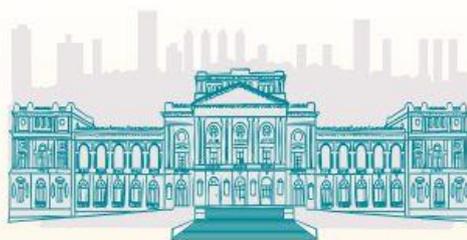
O objetivo deste artigo é contribuir para a discussão a respeito dos determinantes da distribuição de dividendos nas companhias abertas, tema que tem sido objeto de pesquisas científicas, notadamente a partir da década de 50. Tendo como base a Teoria do Lucro e a Teoria dos Ajustamentos Contábeis do Lucro, este trabalho utilizou uma análise quali-quantitativa a respeito das companhias abertas dos mercados português e brasileiro. Inicialmente, analisando os dados das principais companhias abertas desses dois mercados, em relação aos dividendos distribuídos entre o período de 2016 e 2022, procurou-se identificar as semelhanças e diferenças, para então buscar respostas em entrevistas semiestruturadas realizadas com profissionais da área empresarial e acadêmica de ambos os mercados. Por meio destas entrevistas, além de obter elementos que parecem explicar alguns movimentos, em relação à prevalência de remuneração de dividendos nas companhias portuguesas, e do enorme potencial ganho de capital das ações brasileiras, foi igualmente possível identificar elementos determinantes que envolvem o tipo de estrutura societária da empresa - de sociedade anônima com controle concentrado a participações pulverizadas, à pequena empresa que mais se caracteriza como *longa manus* do empresário, na função econômica de sua atividade laboral. Por fim, identificou-se um importante vetor determinante, a partir da natureza do poder conferido ao Administrador, se de fato, constitui-se de autotutela em suas funções, ou de mandato outorgado e controlado pelo *board* da companhia. Assim, o artigo colabora com a literatura acadêmica, ao adicionar novos elementos a essa discussão, num contexto comparativo de Portugal e Brasil.

Palavras chave: Distribuição de dividendos, companhias abertas, estrutura societária.

1. INTRODUÇÃO

Há tempos a pesquisa científica se ocupa em tentar identificar os possíveis determinantes para definição da política de pagamento de dividendos, na medida em que ela pode variar não apenas em função da política de financiamento (Rozeff, 1982; Lloyd, Jahera Jr & Goldstein, 1986), do lucro auferido ou esperado (Campbell & Shiller, 1988; Fama & French, 1988), da relação de “clientela” dos investidores (Frankfurter & Wood Jr., 2002), da estrutura da empresa (Bancel, Mittoo & Bhattacharya, 2005), do histórico passado e estabilidade de pagamentos de dividendos (Baker, Saadi, Dutta e Gandhi, 2007), do uso alternativo da política de recompra de ações (Eije & Megginson, 2008), como em função dos riscos da atividade empresarial exercida (Hilliard, Jahera & Zhang, 2019), entre outras.

Não obstante, a literatura tem identificado diversas peças que compõem esse enorme quebra-cabeça envolvendo os determinantes da distribuição de dividendos, ainda não resolvido, denominado de *dividend puzzle* por Black (1976).



No cenário brasileiro, Forti, Peixoto e Alves (2015) apresentam que “quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas, o que se alinha com a teoria de finanças corporativas”.

Já no cenário português, em relação às formas de geração de valores aos sócios, Pereira e Vieira (2016) asseveram que “os investidores são indiferentes à forma como obtêm os seus rendimentos (...) através de ganhos de capital ou dividendos”, o que transparece estar em segundo plano a política de distribuição de dividendos das empresas, na medida em que o benefício seria auferido pelo sócio de uma forma ou outra.

O presente estudo atualiza o período analisado quanto ao comportamento geral das bolsas brasileira e portuguesa, na medida em que os estudos mais recentes especificamente considerando os países ora estudados possuem como termo final, para fins de composição da amostra, os anos compreendidos entre 2009 e 2016 (Júnior, Nakamura, Martin & Bastos, 2010; Ribeiro, 2010; Forti et al., 2015; Almeida et al., 2015; dos Santos & da Silveira Galvão, 2015; Vancin & Procianoy, 2016; Kaveski, da Silva Carpes, Moraes & Zittei, 2017; Leite et al., 2018; Leite, Pamplona, da Silva, Brandt & Schlotefeldt, 2020; Henriques, Benzinho, & Larginho, 2024).

Conforme sugerido por Baker e Weigand (2015), acerca das possibilidades de pesquisas futuras sobre o tema *política de dividendos*, optou-se na presente investigação em analisar comparativamente “**Quais determinantes ajudam a explicar a política de dividendos em Portugal e no Brasil?**”, percorrendo-se as principais teorias existentes; para então, a partir das análises das Bolsas de Valores de Portugal e Brasil, refinar seus elementos considerando as percepções dos agentes envolvidos, frente às realidades econômicas vivenciadas por ambos os países, considerando as variáveis de crise e retorno de inflação.

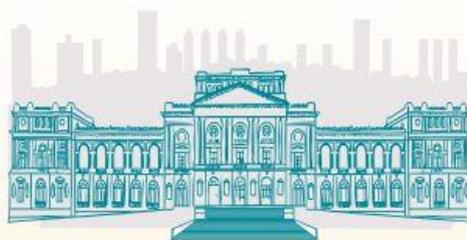
2. REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria de ancoragem da presente investigação é a Teoria do Lucro, com suas diversas formas de sua mensuração (Martins & Flores, 2023), e pelo refinamento da Teoria dos Ajustamentos Contábeis do Lucro (Iudícibus, 1966), seguidas das demais literaturas específicas sobre os determinantes da distribuição de dividendos, dispostas a seguir.

Na década de 50, Lintner (1956) e Gordon (1959) destacaram-se na literatura sobre os determinantes da distribuição de dividendos, com as teorias da relevância dos dividendos e a teoria do “pássaro na mão”, em que sugerem a preferência dos investidores em receber dividendos ao invés de suas capitalizações com o propósito de gerar a valorização das ações.

No início da década de 60, Miller e Modigliani (1961) contestam as teorias acima, a partir de determinadas premissas que consideram mercados perfeitos, ausência de assimetria informacional, perfil de investidores racionais, inexistência de tributação sobre os dividendos, entre outras condições, para descrever a teoria da irrelevância dos dividendos.

Por esse pensamento, existiria uma relação de “clientela”, em que cada empresa ofereceria algum retorno econômico, distribuível ou não, de acordo com o perfil de seu



investidor-cliente. Deste modo, alterando-se a oferta, poderia se alterar o perfil do investidor. Nesta linha, Elton e Gruber (1970) sugerem a influência dos efeitos tributários como determinantes na distribuição ou reinvestimento dos lucros, considerando os efeitos das tributações incidentes sobre o pagamento dos dividendos e sobre o ganho de capital auferido na alienação das ações, enquanto distintos. Ainda nesse período, Jensen e Meckling (1976) consideraram a aplicação da teoria da agência (Coase, 1937), como fundamento para os conflitos originados pela disputa do lucro a ser distribuído na forma de dividendos.

Na década de 80, com a teoria *pecking order*, Myers e Majluf (1984) sugerem que a política de dividendos variaria de acordo com a política de financiamento empresarial adotada, analisando-se, portanto, os efeitos de desencaixe financeiro - por exemplo, decorrente da distribuição de dividendo - com a preferência pelo financiamento por meio do capital próprio ao invés do capital de terceiros. Ainda na década de 80, outras literaturas analisaram a influência de alavancagem das empresas (Rozeff, 1982; Lloyd et al., 1986), e do lucro auferido ou esperado (Campbell & Shiller, 1988; Fama & French, 1988), como elementos determinantes e complementares na política de distribuição de dividendos.

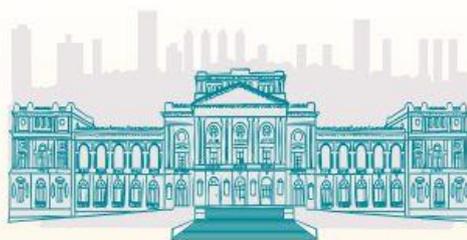
A partir dos anos 2000, as teorias buscaram concentrar esforços para valorar a estabilidade da empresa, bem como a sua situação econômico-financeira, pelas mais variadas formas de análise. Fama e French (2001) conferiram importância à estabilidade da empresa segundo o elevado *cash flow* e acúmulo de reservas produzidos; ao passo que Baker, Saadi, Dutta e Gandhi (2007) destacaram tal importância, a partir da estabilidade dos pagamentos de dividendos e seu histórico passado. Enquanto Bancel, Mittoo e Bhattacharya (2005) consideraram como relevante a estrutura da empresa, considerando a estrutura de capital, as oportunidades de crescimento, a dimensão e as despesas com juros; Baker, Dewasiri Koralalage, e Azeez (2018) apresentaram a importância da geração de sobras residuais de recursos financeiros como possíveis determinantes.

Especificamente sobre os estudos dos determinantes, considerando as bolsas de valores de Brasil e Portugal, destacam-se, a seguir, as principais evidências constatadas.

Vancin & Procianoy (2016) mencionam que “os dividendos não eram relevantes para os investidores no Brasil, em decorrência principalmente das altas taxas de inflação vigentes na economia brasileira e ausência de correção monetária sobre os dividendos”. E, asseveram que, “com a estabilidade dos preços ocorrida na economia após 1996, os dividendos passaram a ser mais valorizados, ganhando destaque nos portfólios das empresas”.

E isto foi confirmado por Júnior, Nakamura, Martin e Bastos (2010), ao analisarem o mercado brasileiro sob uma amostra de companhias da bolsa de valores entre os anos de 1997 a 2004, constatando que para as companhias analisadas houve uma associação à escola da relevância dos dividendos, aderentes à Teoria de Lintner e à Teoria de Agência.

Adicionalmente, Forti et al. (2015) constataram que “quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas, o que se alinha com a teoria de finanças corporativas e, por outro lado, que empresas mais alavancadas, que investem mais em ativo imobilizado, possuem liquidez muito elevada,



maior risco e menor conflito entre controladores e minoritários”, tendo uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas.

Contemporaneamente, Kaveski, da Silva Carpes, Moraes & Zittei (2017) concluíram, para a amostra de companhias brasileiras entre os anos de 2010 a 2014, na mesma linha que liquidez e rentabilidade são os fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas brasileiras; porém discordaram – em parte – ao propor que a alavancagem se relaciona positivamente à distribuição de dividendos.

E, neste mesmo período, Leite et al. (2018) contataram igualmente que a rentabilidade, aliada ao tamanho da empresa e a distribuição de dividendos no ano anterior “são os fatores que contribuem de forma positiva e significativa para a maior probabilidade das empresas em distribuir parte dos seus resultados em forma de dividendos, enquanto o endividamento apresentou relação negativa e significativa”.

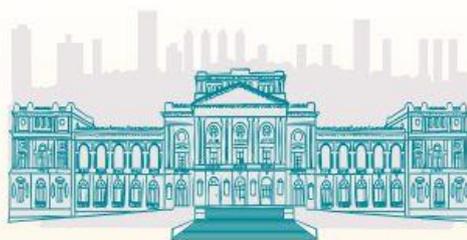
Ademais, Leite, Pamplona, da Silva, Brandt & Schlotefeldt, 2020, ao investigarem os determinantes do pagamento de dividendos em períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras, constataram que, embora as empresas sofram perda de desempenho em períodos de crise, as mesmas não reduzem o pagamento de dividendos. Especificamente em contexto de crise, concluem, como esperado, que enquanto a variável liquidez influencia positivamente a distribuição de dividendos, a variável crescimento da empresa influencia e negativamente o pagamento de dividendos, refletindo a destinação do lucro como reinvestimento.

Mudando de mercado, ao analisar as companhias portuguesas, Ribeiro (2010) sugere “a existência de indicadores específicos à empresa susceptíveis de influenciar a sua política de dividendos. O “cash-flow” gerado e o preço de mercado das ações da empresa parecem influenciar positivamente os dividendos distribuídos pela empresa. Nas empresas não financeiras emittentes que compõem o índice bolsista PSI 20, os resultados evidenciam ainda, para além do efeito positivo dessas mesmas variáveis, a existência de um efeito negativo do resultado líquido na distribuição de dividendos”.

Ainda em relação às companhias portuguesas, Almeida et al. (2015) concluíram que “para o mercado de capitais português as empresas seguem uma política de dividendos coincidentes com a teoria da relevância dos dividendos, proposta por Lintner (1956)”. Não obstante, Pereira e Vieira (2016) concluíram em seus estudos que “os investidores são indiferentes à forma como obtêm os seus rendimentos (...) através de ganhos de capital ou dividendos”. Mais recentemente, Henriques et al. (2024) concluíram na mesma linha, ao constatarem ser indiferente a distribuição dos lucros com recurso a dividendos ou a ganhos de capital.

3. METODOLOGIA

A partir do contexto verificado em ambos os mercados, após a análise dos principais índices de remunerações das ações, lidas conjuntamente com os índices oficiais de inflação, juro e variação cambial, pretendeu-se identificar as diferenças ocorridas antes e depois da



crise da Covid, e entre os resultados produzidos pelas companhias de Portugal e do Brasil.

Com estes dados quantitativos, devidamente apresentados em gráficos específicos, procurou-se relacionar as diferenças encontradas às explicações conferidas pelas entrevistas semiestruturadas realizadas com os profissionais que atuam em ambos os mercados, nas mesmas atividades laborais: (i) Professores acadêmicos de pós-graduação em contabilidade e consultores de companhias listadas, (ii) auditores e consultores de Pequenas e Médias Empresas, (iii) sócios de *big four* na área de *legal e tax*, e (iv) membros do *board* de sociedade anônima listada entre as companhias analisadas, em mesmo segmento (em relação a essa entrevista, ainda não foi possível entrevistar o profissional brasileiro correspondente).

3.1. Análise Quantitativa

3.1.1. Bolsa de Portugal: Método e Amostras de Análise e de Teste

A amostra de companhias do mercado português, apresentada na tabela 1, foi definida pelas companhias que formam o índice PSI-20, as quais foram analisadas em função das remunerações proporcionadas pelas ações, com foco em *dividend yield* (fração: dividendo por ação/preço da ação), *dividend payout* (fração: dividendo distribuído/lucro) e ganhos de capital potenciais em função das valorizações das ações, durante todo o período de 2016 a 2022.

Tabela 1. Companhias que compõem o PSI-20 em 05/10/2023 em Portugal

Nome da Companhia	ISIN	Símbolo
ALTRI SGPS	PTALT0AE0002	ALTR
B.COM.PORTUGUES	PTBCP0AM0015	BCP
CORTICEIRA AMORIM	PTCOR0AE0006	COR
CTT CORREIOS PORT	PTCTT0AM0001	CTT
EDP	PTEDP0AM0009	EDP
EDP RENOVAVEIS	ES0127797019	EDPR
GALP ENERGIA-NOM	PTGAL0AM0009	GALP
IBERSOL,SGPS	PTIBS0AM0008	IBS
J.MARTINS,SGPS	PTJMT0AE0001	JMT
MOTA ENGIL	PTMEN0AE0005	EGL
NOS, SGPS	PTZON0AM0006	NOS
NOVABASE,SGPS	PTNBA0AM0006	NBA
PHAROL	PTPTC0AM0009	PHR
RAMADA	PTFRV0AE0004	RAM
REN	PTREL0AM0008	RENE
SEMAPA	PTSEM0AM0004	SEM
SONAE	PTSON0AM0001	SON
THE NAVIGATOR COMP	PTPTI0AM0006	NVG

Legenda:

PSI-20 – *Portuguese Stock Index* [tradução livre para índice das ações portuguesas (mais negociadas)], com as 20 companhias que compõem seu índice (embora à época fosse composta por apenas 18 companhias).

ISIN – *International Securities Identification Number* [tradução livre para número de identificação internacional de títulos], sendo uma padronização internacional da codificação de títulos financeiros.

Elaborado pelos autores.



Para tanto, buscou-se as Demonstrações Financeiras (DF) consolidadas anualmente de todas as companhias, em seus relatórios de contas *on-line*, a partir de seus sítios, e foram calculados os índices *dividend payout* e *dividend yield*; conforme dados recuperados de: <https://live.euronext.com/pt/product/indices/PTING0200002-XLIS>.

Importante esclarecer que as incidências tributárias nas distribuições de dividendos, como o imposto de renda português (imposto coletivo e imposto singular) eventualmente retidos não foram considerados, mantendo-se o valor bruto do dividendo.

3.1.2. Bolsa do Brasil: Método e Amostras de Análise e de Teste

O mesmo critério da seleção da amostra das companhias portuguesas foi adotado em relação à bolsa brasileira, mediante utilização do software Económica, para igual período.

Quando da realização do presente levantamento, em 25 de outubro de 2023, foram obtidas as informações de todas as 86 companhias listadas na Bolsa do Brasil (B3), que compunham o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), mas para se ter um total de companhias mais próximo ao de Portugal, optou-se por reduzir a amostra às companhias que representassem mais de 1% na formação do Ibovespa, apresentadas a seguir:

Tabela 2. Companhias do Ibovespa com participação acima de 1% em 25/10/2023 no Brasil

Index (%)	Nome da Companhia	ISIN	Tipo (ON/PN)
14,246	VALE	VALE3	ON NM
8,239	PETROBRAS	PETR4	PN N2
6,517	ITAUUNIBANCO	ITUB4	PN N1
5,062	PETROBRAS	PETR3	ON N2
3,669	BRADESCO	BBDC4	PN N1
3,504	BRASIL	BBAS3	ON NM
3,447	ELETROBRAS	ELET3	ON N1
3,322	B3	B3SA3	ON NM
2,767	AMBEV S/A	ABEV3	ON
2,608	WEG	WEGE3	ON NM
2,295	ITAUSA	ITSA4	PN EJ N1
2,256	LOCALIZA	RENT3	ON NM
1,961	PETRORIO	PRI03	ON NM
1,805	SUZANO S.A.	SUZB3	ON NM
1,786	BTGP BANCO	BPAC11	UNT N2
1,746	EQUATORIAL	EQTL3	ON NM
1,676	RAIADROGASIL	RADL3	ON NM
1,383	REDE D OR	RDOR3	ON EJ NM
1,362	RUMO S.A.	RAIL3	ON NM
1,212	GERDAU	GGBR4	PN N1
1,115	VIBRA	VBBR3	ON NM
1,104	JBS	JBSS3	ON NM
1,087	ULTRAPAR	UGPA3	ON NM
1,061	BBSEGURIDADE	BBSE3	ON NM
1,038	SABESP	SBSP3	ON NM

Legenda:



B3 - “Brasil, Bolsa e Balcão” - a “Bolsa do Brasil”.

Ibovespa - Índice Bovespa (antiga denominação da bolsa brasileira), que demonstra o desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3.

Index (%) - Percentual de participação que cada companhia colabora para formação do Ibovespa.

ISIN - *International Securities Identification Number* [tradução livre para número de identificação internacional de títulos], sendo uma padronização internacional da codificação de títulos financeiros.

Tipo (ON/PN) - Tipo de ação: ordinária (ON) ou preferencial (PN).

Elaborado pelos autores.

Seguindo o mesmo critério adotado em relação aos dividendos das companhias portuguesas, em relação às companhias brasileiras, os valores de juros sobre o capital próprio (JSCP) foram considerados sem a incidência de Imposto de Renda retido na Fonte (IRFonte) exclusivo de 15%, e os dividendos, por serem isentos, foram mantidos em seus valores.

3.2. Análise Qualitativa

O presente trabalho procurou investigar a percepção dos profissionais entrevistados quanto às decisões que cercam a política de distribuição de dividendos, por meio de respostas espontâneas, seus entendimentos quanto à aplicação atual das principais literaturas, em cenários regulares e adversos, v.g. de risco (Huang, Wu, Yu & Zhang, 2015).

A entrevista semiestruturada se justifica, na medida em que sua finalidade é atingida pelos seus três tipos de argumentos característicos (Poupart, 2014; p. 216), quais sejam, (i) exploração em profundidade das perspectivas de seus agentes para a exata apreensão e compreensão de suas condutas, (ii) compreensão dos dilemas e questões enfrentados pelos entrevistados, e (iii) elucidação da realidade social e, especificamente, em função da experiência dos atores envolvidos, cujos perfis estão apresentados na tabela 3 a seguir.

Tabela 3. Detalhes dos dados das entrevistas realizadas em 2023 e 2024 em Portugal e no Brasil

Duração	Data	Local: presencial/remoto	Atividade do Entrevistado	País
00h40m04s	23/11/2023	Lisboa, Portugal	Membro do Board de Cia. PSI-20	Portugal
00h46m51s	27/11/2023	Lisboa, Portugal	Sócio de Big-Four - <i>Legal and Tax</i>	Portugal
00h23m20s	30/11/2023	Plataforma Zoom	Acadêmico e Administrador Independente	Portugal
01h08m12s	05/12/2023	Plataforma Zoom	Auditor de Pequenas e Médias Empresas	Portugal
01h09m19s	15/01/2024	Plataforma Zoom	Auditor de Pequenas e Médias Empresas	Brasil
01h14m38s	18/01/2024	Plataforma Zoom	Acadêmico e Consultor Independente	Brasil
01h01m30s	25/01/2024	Plataforma Zoom	Sócio de <i>Big-Four</i> - Consultoria Tributária	Brasil

Legenda:

Entrevista # - Ordem cronológica em que as entrevistas foram realizadas

Duração - Duração das entrevistas

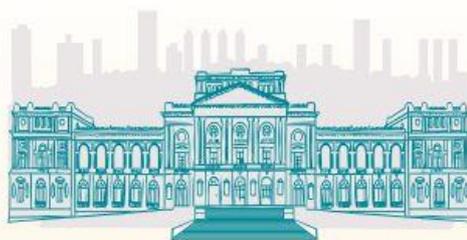
Data - Data em que foram realizadas

Local - Se presencial, indicação do local em que realizada; se de forma remota (on-line), a plataforma utilizada

Atividade e País - Atividade laboral e países de atuação profissional

Elaborado pelos autores.

Os entrevistados foram submetidos a uma pergunta aberta sobre quais seriam os



determinantes da distribuição de dividendos em suas opiniões. E, passo seguinte, opinaram quanto às principais literaturas deste tema e sobre o quanto permaneciam aplicáveis ou não, com seus pontos de vistas acerca de suas aderências à realidade atual.

Ao final, cada entrevistado foi instado a tecer comentários sobre a eventual influência da inflação sobre os dividendos, e sobre outro assunto que julgasse relevante a respeito do tema, a fim de identificar *insights* ainda não tratados, sempre mantendo-se seu anonimato.

Para Podsakoff, MacKenzie, Lee & Podsakoff (2003) a adoção do anonimato dos participantes e das empresas pode reduzir o risco de viés do método comum, sempre levando-se ao conhecimento que não há respostas certas em entrevistas qualitativas, cujo foco é a percepção individual e a experiência e significado obtidos (Yin, 2016).

As entrevistas foram analisadas pelo método da análise de conteúdo (Bardin, 2016), segundo a metodologia da análise de discurso (Maingueneau, 1987; Potter & Wetherel, 1987) e análise proposicional do discurso (Bardin, 2016; pp. 235-245), sobre os textos transcritos a partir dos arquivos em áudio gravados após autorização.

A tabela 8, apresentada na seção 4.2.1.2 deste artigo, detalha o posicionamento de cada entrevistado sobre as teorias expostas, após suas explicações sucintas, e a valoração segundo as aplicações dessas teorias (como “provável”, “possível”, “remota”). Para tanto, as respostas foram analisadas, e cada uma delas, para cada entrevistado, foi valorada com “2”: para as teorias em que os entrevistados entenderam plenamente aplicáveis (prováveis), com “1”: para as teorias incertas ou parcialmente aplicáveis (possíveis), e com “0”: para as teorias que julgaram não serem aplicáveis, ou de aplicação irrelevante (remotas). Em linhas gerais, pelos modelos metodologicamente escolhidos de fundamento de pesquisa social científica (Crotty; 1998), acrescentam-se os múltiplos métodos que foram aplicados (Creswell, 2014, p. 50), sejam de análises quantitativas, sejam de análises qualitativas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Análise Quantitativa

4.1.1. Resultados Gerais: Panorama Português

A partir dos dados oficiais, foi possível calcular a variação cambial acumulada, e inserir os índices de inflação, medidos pelo IPC (Índice de Preços no Consumidor), e da taxa de juro, todos de forma acumulada. Após a identificação dos índices das “remunerações”, seja por distribuição de dividendo, seja por ganho de capital, ambos acumulados, seus valores foram inseridos na tabela 4, para que pudessem ser analisados, e testadas eventuais correlações. Os dados finais correspondem aos seguintes:

Tabela 4. “Remunerações” (Dividendo e Ganho de Capital) e Índices Oficiais de 2016 a 2022 em Portugal

Ano	Ganho de Capital Acumulado	Dividend Yield Acumulado	Varição Cambial em € (x USD) Acumulada	Inflação (IPC) Acumulada	Taxa de Juro Acumulada
2016	-2,50%	6,40%	3,39%	0,61%	0,00%



2017	23,90%	12,15%	-9,13%	1,99%	0,00%
2018	-0,76%	19,58%	-4,82%	3,00%	0,00%
2019	7,29%	27,26%	-2,99%	3,35%	0,00%
2020	2,38%	30,84%	-11,19%	3,36%	0,00%
2021	8,25%	35,66%	-3,78%	4,67%	0,00%
2022	13,11%	45,13%	2,02%	12,85%	2,50%

Fonte:

Ganho de Capital: Calculado pelos autores a partir da seguinte fórmula: (preço da ação final em 31.12 do ano analisado/preço da ação inicial em 31.12.2015)-1

Dividend Yield: Calculado pelos autores pela seguinte fração: (dividendo por ação/preço da ação)

Variação Cambial: Calculado pelos autores pela seguinte fórmula: (cotação da moeda em função do dólar em 31.12 do ano analisado/cotação da moeda em 01.01.2016)-1

Inflação (IPC): Instituto Nacional de Estatística de Portugal: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_pesquisa&frm_acciao=PESQUISAR&frm_show_page_num=1&frm_modulo_pesquisa=PESQUISA_SIMPLES&frm_texto=ipc&frm_modulo_texto=MODO_TEXTO_ALL&frm_data_ini=&frm_data_fim=&frm_tema=QUALQUER_TEMA&frm_area=o_ine_ar_ea_Destaques&xlang=pt

Taxa de Juro: Banco de Portugal (eurosistema): <https://www.bportugal.pt/page/taxas-de-juro-oficiais-e-de-referencia>

Elaborado pelos autores.

4.1.2. Resultados Gerais: Panorama Brasileiro

De acordo com as informações oficiais acerca das variações da inflação (IPCA), da taxa de juro e do câmbio, foi promovida a análise de seus comportamentos ao longo do período analisado, para então, acrescentar os demais índices de “remunerações” e comparar suas evoluções e eventuais correlações, assim como realizado acima, pela seguinte tabela 5 a seguir.

Tabela 5. “Remunerações” (Dividendo e Ganho de Capital) e Índices Oficiais de 2016 a 2022 no Brasil

Ano	Ganho de Capital Acumulado	Dividend Yield Acumulado	Variação Cambial em R\$ (x USD) Acumulada	Inflação (IPCA/IBGE) Acumulada	Taxa de Juro Selic Acumulada
2016	59,38%	2,39%	-19,30%	7,31%	14,02%
2017	75,25%	4,33%	-18,09%	10,47%	25,35%
2018	93,94%	7,33%	-4,06%	14,61%	33,38%
2019	168,53%	10,04%	-0,20%	19,54%	41,34%
2020	183,47%	12,35%	28,68%	24,94%	45,25%
2021	159,16%	18,37%	38,18%	37,51%	51,63%
2022	167,53%	27,56%	29,20%	45,47%	70,48%

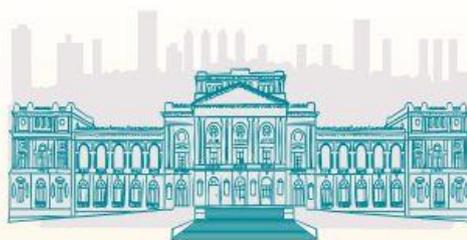
Fonte:

Ganho de Capital: Calculado pelos autores a partir da seguinte fórmula: (preço da ação final em 31.12 do ano analisado/preço da ação inicial em 31.12.2015)-1

Dividend Yield: Calculado pelos autores pela seguinte fração: (dividendo por ação/preço da ação)

Variação Cambial: Calculado pelos autores pela seguinte fórmula: (cotação da moeda em função do dólar em 31.12 do ano analisado/cotação da moeda em 01.01.2016)-1

IPCA/IBGE: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAO/publico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores&aba=1>



Taxa de Juro Selic: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade financeira/selic/fatores/acumulados>

Elaborado pelos autores.

4.1.3. Descrição dos Resultados - Portugal

As figuras 1 e 2 a seguir apresentam o potencial ganho real auferido pelas duas formas de “remuneração”, em que são descontados, respectivamente, do *dividend yield* e do ganho com a valorização da ação, as taxas de inflação e de juro.

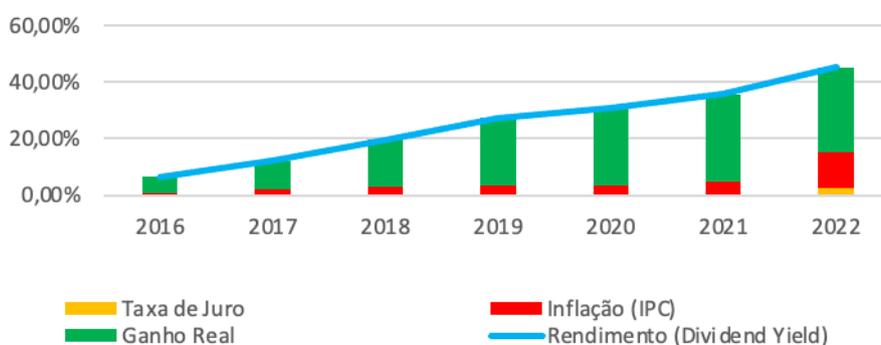


Figura 1 – Gráfico: Composição do *Dividend Yield* e Ganho Real em Portugal

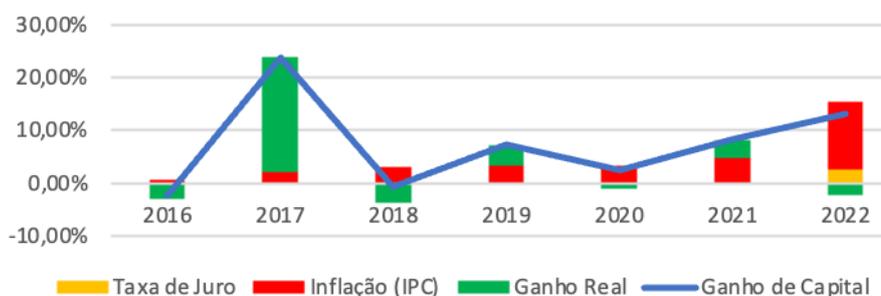
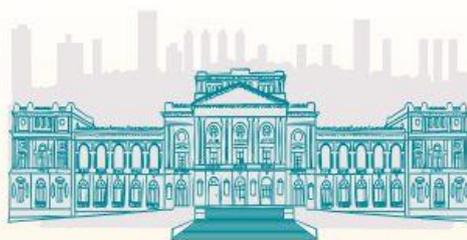


Figura 2 – Gráfico: Composição do Potencial Ganho de Capital e Ganho Real em Portugal
 Elaborados pelos autores.

Analisando-se individualmente os dados dos dividendos e do potencial ganho de capital com as valorizações das ações, verifica-se que seus índices médios acumulados de crescimento sugerem que a principal remuneração esperada em Portugal são, de fato, os dividendos. Já o acréscimo patrimonial do preço da ação, durante este período, assemelha-se a uma simples recomposição da perda inflacionária acumulada.

Como se pode observar, o *dividend yield* foi bastante interessante durante o período analisado, considerando sua regularidade e que localmente a taxa de juro oficial, que orienta a taxa das aplicações financeiras em geral, para esse período foi baixo (depois de longo período igual a zero, em 2022 chegou a 2,5%), bem como a moeda é estável. Com o atual aumento do



juro a 4,5%, essa remuneração pode não se evidenciar como a mais interessante do ponto de vista econômico.

4.1.4. Descrição dos Resultados - Brasil

As figuras 3 e 4 apresentam os mesmos dados das figuras 1 e 2, porém aplicáveis ao mercado brasileiro.

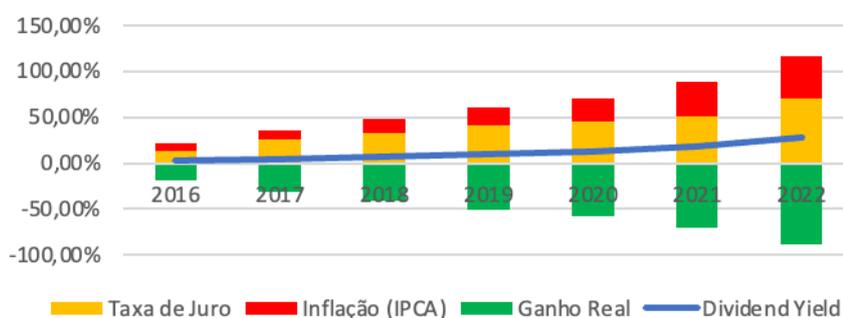


Figura 3 – Gráfico: Composição do *Dividend Yield* e Ganho Real no Brasil

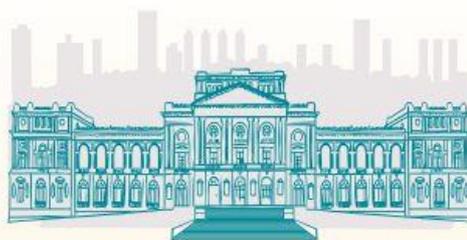


Figura 4 – Gráfico: Composição do Potencial Ganho de Capital e Ganho Real no Brasil
 Elaborados pelos autores.

No Brasil, o ganho na valorização da ação é potencialmente alto, tendo como possíveis motivos: a compensação pelo baixo *dividend yield*, a correção inflacionária, o efeito especulativo em operações de curto prazo, constantes alterações nas taxas de juro, ou mesmo em razão de eventuais retenções de parte dos lucros inflacionários auferidos, por serem acompanhados pelos executivos financeiros. Considerando que o índice de *dividend yield* no Brasil é um pouco abaixo da média portuguesa, pode-se cogitar que o valor das ações brasileiras pode estar supervalorizado, e/ou eventual lucro inflacionário estar sendo retido e não sendo distribuído, aumentando - sob o véu da inflação - o PL das companhias e, conseqüentemente, seu *valuation*.

4.2. Análise Qualitativa – Análise das Entrevistas

Após transcrição de cada uma das entrevistas, foram segregadas as perguntas abertas sobre os determinantes da política de dividendos pelas empresas (pergunta inicial), o eventual impacto da inflação (pergunta final da entrevista), e as demais considerações julgadas



importantes pelos entrevistados (pergunta extra da entrevista), das avaliações pelos entrevistados quanto às aplicações das principais teorias na atualidade.

4.2.1. Análise da Questão Aberta: Determinantes da Política de Dividendos (Consenso)

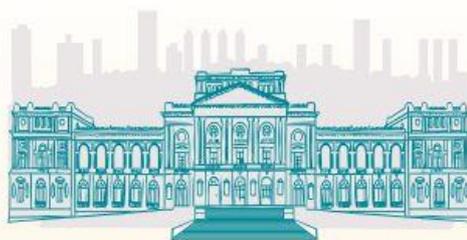
Na parte inicial da entrevista, os entendimentos apresentados refletem as visões dos entrevistados, de ordem prática ou pragmática, vivenciadas acadêmica ou profissionalmente, e o quanto são importantes para a definição do tema acerca dos determinantes dos dividendos.

Nas visões uníssonas dos entrevistados, as respostas seriam distintas a depender da configuração societária da empresa, na medida em que os determinantes seriam diferentes, razão pela qual houve um consenso quanto à seguinte divisão: (i) se a companhia possui controle concentrado ou familiar (caso de muitas companhias portuguesas), (ii) se as ações são detidas de forma pulverizadas (muitas vezes exemplificado com o mercado mobiliário norte-americano), ou (iii) se corresponde a uma pequena ou média empresa, cujo objeto representa a atividade profissional de seu sócio, em que o lucro corresponde a sua principal forma de remuneração (caso das sociedades limitadas, muito comentadas pelos consultores e auditores de empresas menores).

No primeiro caso, companhia de controle concentrado/familiar, os determinantes estão mais relacionados às decisões de reinvestimentos, capitalização da própria companhia ou de outra empresa ligada e, dependendo de oportunidades mercadológicas, a outras decisões. Neste caso não se prioriza a distribuição de dividendos, salvo se estratégicos ou necessários a seus acionistas e a companhias ligadas, visando seu fortalecimento e crescimento empresarial.

No segundo caso, o foco seria o investidor, prioritariamente de curto prazo, que visa o recebimento imediato do dividendo, ou seja, realização financeira, de sua aplicação; e, de longo prazo, que se preocupa com a maior percepção de riquezas, aí considerando complementarmente o potencial ganho de capital com a valorização da ação. Neste cenário, muitas vezes tenta-se suprir a necessidade e a expectativa do recebimento de dividendo pelo investidor, sempre considerando a saúde financeira da empresa e o custo de captação de capital em bancos, *factoring*, *funding* etc. Em razão disto, usualmente, as distribuições de dividendos em Portugal ocorrem duas vezes ao ano, em relação ao dividendo regular, e complementarmente pode haver a distribuição de dividendos de lucros e reservas de anos anteriores, e ainda, em contexto de elevado lucro e sobra de caixa, pode existir a distribuição com base em balanço provisório de até 50%, de exercício não encerrado. Isto igualmente ocorre quando há a necessidade de mostrar a saúde financeira e expectativa de crescimento da companhia, bem como evidenciar a regularidade e incremento dos dividendos por exercício. E, quanto ao Brasil, foi mencionada a figura do dividendo obrigatório como um determinante, em relação à obrigação e quantificação legal/estatutária e também o olhar sempre conjunto do crescente dividendo e da valorização da ação, tanto nos relatórios das DF em geral, como nas palavras dos entrevistados.

Já no terceiro caso, os sócios possuem a empresa como seu *longa manus* profissional, exercendo sua atividade laboral via pessoa jurídica/coletiva, ao invés de adotar a forma de



pessoa física/singular. Isto porque muitas vezes a criação dessa empresa possui benefícios tributários e limitação da responsabilidade, própria das empresas e companhias em geral (sociedades limitadas ou sociedades anônimas). Por essa via, o sócio visa o maior lucro, pois é a fonte de seu sustento, e não se preocupa com qualquer outro fator, exceto em relação à saúde financeira da empresa, pois se faltar algum recurso, o *trade-off* consistirá em ir ao banco ou ele próprio financiar a atividade. Não obstante o princípio da entidade, foi relatado que há sócios que preferem retirar eventual sobra de caixa e aplicar na pessoa física/singular, por ser mais barato tributariamente (neste caso, formaliza-se a transferência via empréstimo, não obstante haja tributação no Brasil sobre esses recursos mutuados, pelo IOF), ou mesmo informalmente mesmo correndo o risco de encargos previdenciários incidentes na forma de *pro-labore*. Outrossim, por essas configurações societárias menores, o sócio analisa toda e qualquer forma de retirar benefícios da empresa, como por exemplo, via benefícios indiretos, e formas de economizar pensando no todo (tributação global, entre ele e sua empresa). Dependendo do perfil do sócio, se mais agressivo, do que conservador, chegaram a ser mencionados casos em que empresas foram à ruína por tais práticas.

Ademais foi mencionada a preocupação do gestor em não apenas olhar para trás, quanto à regularidade de distribuições, mas também para frente, com uma visão “holística”, sendo alertado que cenários de crises são imprevisíveis e como “loterias”, como por exemplo a vivenciada com a Covid (sendo citada uma experiência de empresa que comercializava carvão e não estava preparada para a falta de estoque, pois adotava em sua operação o conceito “just in time”), em que muitas vezes não é possível se antever a esses cenários negativos, cabendo apenas as decisões de retenções de lucro, que posteriormente são distribuídos na forma de dividendos de exercícios anteriores.

Outros fatores inesperados foram trazidos pelos entrevistados, como (i) a racionalidade ou irracionalidade do investidor, sendo este fato indiferente para fins de definição do dividendo a pagar; (ii) a preferência pelos dividendos (“*cash is king*”); (iii) o efeito clientela (“caso das viúvas”); e mesmo, (iii) a insegurança gerada pela bipolaridade política vivida mundialmente de extremas direita e esquerda.

4.2.1.1. Tabela Geral – Mercados Português e Brasileiro

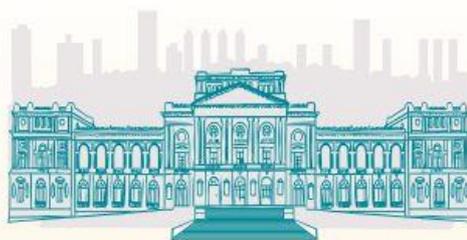
Apresenta-se, a seguir, na tabela 7, os entendimentos dos entrevistados quanto à validade e aderência das principais literaturas às práticas de mercado.



Tabela 7. Avaliação das Literaturas comparativamente entre os profissionais de Portugal e Brasil em 2023 e 2024 em ambos os países

Literatura	Fatores considerados na distribuição de dividendos	Profissionais		Pontuação
		Portugal	Brasil	Total
Campbell & Shiller, 1988; Fama & French, 1988	Do lucro auferido - ou esperado	8	5	13
Fama & French, 2001	Da estabilidade da empresa - elevado <i>cash flow</i> e acúmulo de reservas	7	6	13
Myers & Majluf, 1984	Da política de financiamento empresarial - capital próprio vs. capital de terceiros	7	5	12
Miller & Modigliani, 1961	Da relação de clientela dos investidores	6	6	12
Baker <i>et al.</i> , 2018	Das sobras residuais de recursos financeiros	6	6	12
Baker <i>et al.</i> , 2007	Do histórico passado e estabilidade de pagamentos de dividendos	6	5	11
Bancel <i>et al.</i> , 2005	Da estrutura da empresa, considerando a estrutura de capital, as oportunidades de crescimento, a dimensão e as despesas com juros	5	6	11
Lintner, 1956	Da prevalência da percepção do dividendo ao investidor em relação à valorização da ação	5	6	11
Rozeff, 1982; Lloyd <i>et al.</i> , 1986	Da alavancagem da empresa	5	4	9
Hilliard <i>et al.</i> , 2019	Dos riscos advindos de crises	6	3	9
Gordon, 1959; Al-Malkawi <i>et al.</i> , 2010	Da necessidade de valorização do preço da ação “impulsionado” pela distribuição do dividendo	3	4	7
Elton & Gruber, 1970	Dos efeitos tributários gerados na distribuição de dividendos e sobre o ganho de capital na valorização das ações	4	3	7
Diversas	Outras variáveis: variação em função dos pagamentos de salários e bônus etc.; comportamentos dos agentes envolvidos em suas deliberações - considerando ainda a disputa econômica originada pela teoria da agência entre outras	1	4	5
Patra <i>et al.</i> , 2012	Da assimetria informacional e atração do investidor pela remuneração do dividendo	1	2	3
Eije & Megginson, 2008	Do uso alternativo da política de recompra de ações	2	0	2

Fonte: Elaborado pelos autores.



Da análise da tabela 7, a visão geral dos entrevistados caminha em mesmo sentido, sendo feitas algumas exceções em relação a cada mercado mobiliário analisado. Quando são colocadas as pontuações lado-a-lado, e organizadas segundo suas somas, da mais alta à mais baixa, ou seja, da melhor à pior ranqueada, é possível notar as principais semelhanças e diferenças.

Como se pode observar, nota-se que as principais preocupações enquanto determinantes giram em torno (i) da remuneração do investidor: com a prevalência do dividendo em relação ao ganho de capital, existência de relação de clientela, histórico passado de pagamentos de dividendos; e, (ii) da situação econômico-financeira da empresa: destacando-se o lucro gerado ou esperado, o *cash-flow* e o acúmulo de reservas, sobras residuais e de recursos financeiros, política de financiamento (capital próprio vs. capital de terceiros), de reinvestimento, e do nível de alavancagem. Outras literaturas quase não foram destacadas pelos entrevistados, como ocorreu em relação ao uso de recompra de ações, e da presença de assimetria informacional como propulsora de maior pagamento de dividendo.

Em algumas oportunidades, os entrevistados chegaram a mencionar que, (i) existem investidores que analisam as empresas, por serem técnicos, estudam as informações financeiras antes da tomada de decisão; (ii) existem aqueles atentos às informações e movimento do mercado, e ainda; (iii) aqueles que estão apenas interessados nos dividendos que estão sendo distribuídos e/ou a valorização da ação comentada pelas mídias, independentemente das informações e de seus conhecimentos, o que vem a evidenciar determinadas teorias que tratam da (ir)racionalidade do investidor, da assimetria informacional e da preferência (e estabilidade de pagamentos) de dividendos.

4.2.1.2. Comparativo entre Profissionais (*Cross Country*)

Por fim, apresenta-se a tabela 8, que analisa a posição de cada entrevistado ligado a uma mesma área de atuação profissional, em empresas de portes e atividades equivalentes, de países diferentes (*cross-country*). Embora as regras contábeis, normas de governança, legislação societária e tributária sejam muito parecidas, existem fatores que podem impactar nas respostas, decorrentes de vivências específicas, culturas distintas, entre outros fatores.



Tabela 8. Avaliação da aplicação das principais literaturas pelos profissionais por área de atuação em 2023 e 2024 em ambos os países

Literatura	Fatores considerados na distribuição de dividendos	Board Sócio Big4 Cst./Acadêm. Auditor/PME						
		#1	#2	#7	#3	#6	#4	#5
Lintner, 1956	Da prevalência da percepção do dividendo ao investidor em relação à valorização da ação	1	1	2	1	2	2	2
Gordon, 1959; Al-Malkawi <i>et al.</i> , 2010	Da necessidade de valorização do preço da ação “impulsionado” pela distribuição do dividendo	1	0	2	1	1	1	1
Miller & Modigliani, 1961	Da relação de clientela dos investidores	1	1	2	2	2	2	2
Elton & Gruber, 1970	Dos efeitos tributários gerados na distribuição de dividendos e sobre o ganho de capital na valorização das ações	1	0	0	1	1	2	2
Myers & Majluf, 1984	Da política de financiamento empresarial - capital próprio vs. capital de terceiros	2	1	2	2	1	2	2
Rozeff, 1982; Lloyd <i>et al.</i> , 1986	Da alavancagem da empresa	1	1	1	1	1	2	2
Campbell & Shiller, 1988; Fama & French, 1988	Do lucro auferido - ou esperado	2	2	2	2	1	2	2
Fama & French, 2001	Da estabilidade da empresa - elevado <i>cash flow</i> e acúmulo de reservas	1	2	2	2	2	2	2
Bancel <i>et al.</i> , 2005	Da estrutura da empresa, considerando a estrutura de capital, as oportunidades de crescimento, a dimensão e as despesas com juros	1	1	2	1	2	2	2
Baker <i>et al.</i> , 2007	Do histórico passado e estabilidade de pagamentos de dividendos	2	0	2	2	1	2	2
Eije & Megginson, 2008	Do uso alternativo da política de recompra de ações	1	0	0	1	0	0	0
Patra <i>et al.</i> , 2012	Da assimetria informacional e atração do investidor pela remuneração do dividendo	1	0	0	0	1	0	1
Baker <i>et al.</i> , 2018	Das sobras residuais de recursos financeiros	1	1	2	2	2	2	2
Hilliard <i>et al.</i> , 2019	Dos riscos advindos de crises	2	2	2	2	1	0	0
Diversas	Outras variáveis: variação em função dos pagamentos de salários e bônus etc.; comportamentos dos agentes envolvidos em suas deliberações - considerando ainda a disputa econômica originada pela teoria da agência entre outras	0	0	1	1	1	0	2

Nota: a avaliação corresponderá a (2), quando sua aplicação for certa ou provável, (1), quando incerta ou possível, (0), quando não aplicável ou remota.

Legenda: Entrevistas numeradas segundo a cronologia em que realizadas, #1: primeira entrevista, e em "cinza" as respostas equivalentes entre áreas.

Áreas de atuação dos profissionais: "Board S/A" - Membro do Conselho de Administração de S/A da amostra das Bolsas;

"Sócio Big4" - Sócio de Big 4, em consultoria legal/tributária;

"Cst./Acadêm." - Consultor em Contabilidade e Professor Acadêmico em Pós Graduação;

"Auditor/PME" - Auditor e Consultor em Pequena e Médias Empresas.

obs. A ordem em que os Profissionais se apresentam são alternadas, em função dos países em que atuam: primeira coluna: Portugal; e segunda: Brasil.

Fonte: Elaborado pelos autores.



Pela análise da tabela 8, é possível verificar que, em relação às entrevistas #4 e #5, por exemplo, quase todas as respostas foram no mesmo sentido. No caso das entrevistas #3 e #6, suas respostas foram bem parecidas com poucas variações. No caso das entrevistas #2 e #7, houve certa semelhança, destacando-se como diferenças os três aspectos já mencionados, (i) valorização da ação, (ii) estabilidade dos dividendos, e (iii) conflitos da teoria da agência.

5. CONCLUSÕES

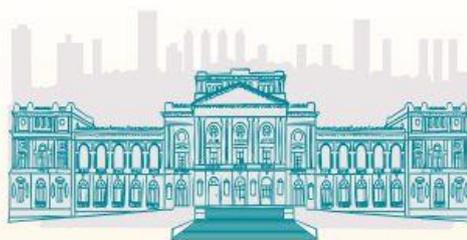
No que toca às análises quantitativas, foi possível verificar que o *dividend yield* português se apresenta como a principal forma de remuneração, bem acima dos índices de inflação, juro e variação cambial, representando um ganho real aos investidores. Diferentemente foi o comportamento da valorização da ação, que após o período de análises resultou num valor próximo da perda inflacionária acumulada.

Em relação ao Brasil, as conclusões foram opostas. Enquanto o *dividend yield* não remunera sequer a inflação, o potencial ganho de capital é sobremaneira excedente, talvez ocasionado por lucro inflacionário acumulado, distribuição de dividendo a menor (e consequente reinvestimento da diferença), fatores que poderiam colaborar para incremento patrimonial e reflexo nos preços das ações; ou mesmo pelo mercado se ajustar à intenção do investidor, que pratica *day-trade* ou de capital externo especulativo (que oscila sua aplicação entre bolsa de valores e aplicação a juro, dependendo de seus índices); ou então, por decorrer de supervalorização das ações – que ocasionariam, consequentemente, maior ganho de capital e menor *dividend yield*.

Quanto às análises qualitativas, a visão geral dos entrevistados caminhou em mesmo sentido, sendo observadas algumas exceções para cada país analisado. Talvez a maior disputa pelos resultados econômicos gerados pelas companhias, tenha ocasionado maior relevância à aplicação da teoria da agência pelos profissionais brasileiros, diferentemente dos que atuam no mercado português. Outra diferença presente, refere-se aos riscos advindos de crises, identificados pelos profissionais portugueses como um importante determinante, mas que não tiveram o mesmo peso pelos profissionais brasileiros, talvez por estarem habituados a gerenciamento de contingências.

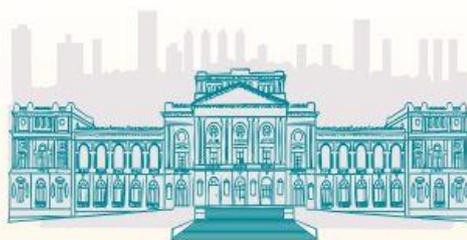
Em relação à inflação, destacou-se o fato de não existir tanta preocupação com o tema, embora possa existir certo monitoramento de seus efeitos, mas não em relação às DF e, mesmo, ânimo para sua apresentação e para tomada de decisão singular (sem acompanhar o mercado), tanto pelos profissionais que atuam na área, quanto pelos Administradores e acionistas das companhias em geral. É possível, sim, haver um determinante apoiado na comparação de política de preços e de pagamento de dividendos, entre empresas de um mesmo setor, sempre considerando o binômio competitividade e lucratividade.

Ademais, pode-se elencar, complementarmente, como potenciais determinantes: (i) a possível vinculação da atividade profissional do Administrador da companhia aos interesses dos acionistas controladores e/ou aos membros do *board*, (ii) a tentativa de se afastar (ou mesmo omitir) os maus resultados, e (iii) poder agir em benefício de alguns dos *players* participantes da teoria da agência, inclusive, embora defeso, em seu benefício.

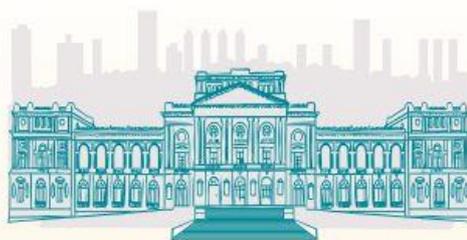


REFERÊNCIAS

- Al-Malkawi, H., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171–200.
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. *Review of Business Management*, 17(54), 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., & Azeez, A. A. (2018). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial finance*, 45(1), 2-20.
- Baker, H., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence, *International Journal of Managerial Finance*, 3 (1), 70-91.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Bancel, F., Bhattacharya, N., & Mittoo, U., (2005). Cross-country determinants of pay-out policies: A survey of European firms. Working Paper Series, 1-45.
- Bardin, L. (2016). *Análise de conteúdo*. São Paulo, SP: Edições 70.
- Henriques, C. I. N., Benzinho, J., & Larginho, M. (2024). Os fatores explicativos da política de dividendos nas empresas ibéricas (2013-2019). *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 10(19).
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1998). Valuation ratios and the long-run stock market outlook. *Journal of Portfolio Management* 24: 11–26.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. WILLIANSON, Oliver E. MASTEN, Scott E. *The economics of transaction costs*. Northampton: Edward Elgar Publishing, 1999.
- Creswell, J. W. (2014). *Investigação qualitativa e projeto de pesquisa: escolhendo entre cinco abordagens* (3a ed.). Porto Alegre, RS: Penso.
- Crotty, M. (1998). Introduction: The research process. In M. Crotty (Ed.), *The foundations of social research: Meaning and perspective in the research process* (pp. 1-17). St. Leonards, New South Wales, Australia: Allen & Unwin.
- Dos Santos, J. F., & da Silveira Galvão, K. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1), 52-69.
- Eije, H., & Megginson, W., (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.



- Elton, E. & Gruber, M. (1970). “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele-Effect”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, No. 1, p. 68-74.
- Fama E. F., & French, K. R. (1988). Dividend yields and expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 25: 23–49.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças* 26 (68).
- Frankfurter, G., & Wood Jr., B., (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111-138.
- Gordon, M. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2) Part 1, 99-105.
- Hilliard, J., Jahera, J. S., & Zhang, H. (2019). The US financial crisis and corporate dividend reactions: for better or for worse?. *Review of quantitative finance and accounting*, 53, 1165-1193.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2015). Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises. *Journal of International Business Studies*. v. 46(5), pp. 574-595.
- Iudícibus, S. (1966). *Contribuição a teoria de ajustamentos contábeis*, tese de doutoramento apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360.
- Júnior, W. O. F., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Bastos, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 13(2).
- Kaveski, I. D. S., da Silva Carpes, A. M., Moraes, T. M., & Zittei, M. V. M. (2017). Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas listadas em bolsa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 11(2), 123-139.
- Leite, M., Bogoni, N. M., & Hein, N. (2018). Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil - Universidade Federal do Rio Grande do Norte - ISSN 2176-9036, [S. l.]*, v. 11, n. 1, p. 58–76. DOI: 10.21680/2176-9036.2019v11n1ID14152.
- Leite, M., Pamplona, E., da Silva, T. P., Brandt, E. T., & de Oliveira Schlotefeldt, J. (2020). Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. *Desafio Online*, 8(1).



- Lintner, J., (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113
- Lloyd, W. P., Jahera Jr, J. S., & Goldstein, S. J. (1986). The relation between returns, ownership structure, and market value. *Journal of Financial Research*, 9(2), 171-177.
- Maingueneau, D. (1987). *Initiation aux méthodes de l'analyse du discours*, Hachette. Original de 1976, com a atualização: *Nouvelles tendances em analyse du discours*, Hachette.
- Martins, E., & Flores, E. (2023). *Avaliação patrimonial de empresas: da visão contábil à econômica*. 2ª ed. Barueri [SP]: Atlas.
- Miller, H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of Shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433.
- Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-221.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.
- Pereira, P. M., & Vieira, E. (2016). O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas empresas do PSI20. *European Journal of Applied Business Management*, 2(2), pp. 115-135.
- Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Lee, J., & Podsakoff, N. P. (2003). Common method biases in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of Applied Psychology*, v. 88(5), pp. 879-903.
- Potter, J., & Wetherel, M. (1987). *Discours and social psychology beyond attitudes and behavior*. Sage Publications.
- Poupart, J. (2014). A entrevista de tipo qualitativo: considerações epistemológicas, teóricas e metodológicas. In J. Poupart, J.-P. Deslauriers, L.-H. Groulx, A. Laperrière, R. Mayer, & A. P. Pires. *A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos* (4a ed., 5a reimpressão, A. C. Nasser, trad., pp. 154-211). Petrópolis, RJ: Vozes.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas no Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 15-25.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Vancin, D. F., & Procionoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.
- Yin, R. K. (2016). *Pesquisa qualitativa do início ao fim*. Porto Alegre, RS: Penso.