



## **Influência do Fluxo de Caixa Livre e da Rentabilidade no Pagamento de Dividendos de Empresas Brasileiras**

### **RESUMO**

A distribuição de dividendos é um assunto amplamente abordado no campo das finanças corporativas. Este estudo tem como objetivo analisar a influência do fluxo de caixa livre e rentabilidade no pagamento de dividendos. A pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental, com abordagem quantitativa para resolução do problema, com a utilização de métodos estatísticos para a análise, como a Regressão Linear Múltipla. Os dados coletados foram do período de 5 anos, de 2012 a 2016. A amostra do estudo compreendeu as empresas brasileiras que possuíam valores disponíveis para o pagamento de dividendos, o fluxo de caixa livre e a rentabilidade, resultando em 326 empresas para o período analisado. Os achados apontam que o pagamento de dividendos não apresenta relação com o fluxo de caixa livre, fato que pode estar atrelado ao mercado emergente do estudo e as políticas de pagamento de dividendo do país. Já a rentabilidade tem um impacto significativo sobre o pagamento de dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa. Ou seja, um aumento ou diminuição da rentabilidade de uma empresa tende a afetar significativamente o nível de pagamento de dividendos das empresas. A presente pesquisa contribui para a literatura por ampliar o conhecimento sobre a relação entre dividendos, fluxo de caixa livre e rentabilidade das empresas brasileiras. Sendo útil também para investidores no que se refere a análise de investimentos das empresas brasileiras de capital aberto ao relacionar a rentabilidade e o fluxo de caixa livre com o retorno das ações. Destaca-se que os achados relacionados a rentabilidade são contraditórios aos evidenciados internacionalmente, tendo em vista que a pesquisa foi realizada em um país emergente.

**Palavras-Chave:** Política de Dividendos; Rentabilidade; Fluxo de Caixa Livre; Empresas Brasileiras.

**Linha Temática:** Mercado de Capitais



## 1 INTRODUÇÃO

As pesquisas referentes à política de distribuição de dividendos têm considerado os diferentes cenários e contextos mercadológicos. Adaoglu (2000) relata que o comportamento da política de dividendos das empresas que operam em mercados emergentes é significativamente diferente do comportamento da política de dividendos amplamente aceita de empresas que operam em mercados desenvolvidos.

A política de dividendos é um assunto abordado no campo das finanças corporativas, sendo que no Brasil este tema possui particularidades, considerando o sistema tributário e a legislação existente, que determina que as empresas paguem 25% de seus lucros na forma de dividendos. Estudos foram realizados visando evidenciar os fatores que influenciam no pagamento de dividendos realizado pelas empresas (Noves Neto & Saito, 2003; Silva & Brito, 2004; Futema, Cruz Basso & Kayo, 2009; Fonteles *et al.*, 2012).

As empresas adotam diferentes políticas de dividendos, que variam de acordo com os setores da economia e são influenciadas por decisões administrativas da gestão. Denis e Osobov (2008) realizaram um estudo em mercados financeiros desenvolvidos e constataram que os dividendos são afetados pelo tamanho da empresa, lucratividade e oportunidades de crescimento.

As decisões estratégicas estabelecidas por gestores, normalmente, possuem como foco o crescimento da organização. Segundo Black e Scholes (1974), a empresa pode decidir reduzir seu dividendo sempre que precisar de dinheiro, prometendo novos projetos de investimento. Lintner (1956) argumenta que as empresas de mercados desenvolvidos visam sua relação de pagamento de dividendos com a ajuda de ganhos atuais e dividendos passados. Para alcançar esse propósito, ajustes são feitos na política de dividendos da empresa, sendo necessário, a empresa ter políticas de dividendos estáveis.

Segundo Gill, Biger e Tibrewala (2010) o pagamento de dividendos é importante para os investidores, pois representa o bem-estar financeiro da empresa, os dividendos são atraentes para os investidores que procuram garantir a renda atual e, ainda os dividendos ajudam a manter o preço de mercado da ação. Porém, neste meio observa-se a existência de fatores que influenciam na determinação da política e pagamento de dividendos.

Estudos abordaram sobre a influência do fluxo de caixa no pagamento de dividendos (Alli, Khan & Ramirez, 1993; Amidu & Abor, 2006; Gill, Biger & Tibrewala, 2010). Outros estudos também evidenciaram a rentabilidade da empresa como influenciadora do pagamento de dividendos (Gill, Biger & Tibrewala, 2010; Ajanthan, 2013; Oladipupo & Okafor, 2013). A relação entre fluxo de caixa, rentabilidade e dividendos aborda-se no sentido de que é necessário ter caixa disponível para realizar o pagamento de dividendos, e o caixa está vinculado com a rentabilidade obtida pela empresa, porém nem sempre, a rentabilidade do período está refletida no caixa da empresa. Assim, o pagamento dos dividendos depende do caixa (Alli, Khan & Ramirez, 1993). E a rentabilidade representa o indicador da capacidade de pagamento (Gill; Biger & Tibrewala, 2010).

Neste contexto, surge a questão de pesquisa: Qual a influência do fluxo de caixa livre e rentabilidade no pagamento de dividendos de empresas brasileiras? Este trabalho busca responder esta questão examinando a volubilidade do fluxo de caixa livre e rentabilidade e a relação existente entre estes e as decisões de pagamento de dividendos. Neste sentido, o objetivo do presente estudo é analisar a influência do fluxo de caixa livre e rentabilidade no pagamento de dividendos.

Diversas lacunas acerca do tema ainda podem ser observadas, investigando a complexidade existente e os diferentes ambientes econômicos. Estudar a política de pagamento de dividendos justifica-se por ser uma das políticas financeiras mais importantes, tanto do ponto de vista da empresa, quanto dos acionistas, consumidores, funcionários, órgãos reguladores e governo (Ajanthan, 2013). Os resultados deste estudo irão contribuir para uma melhor



compreensão e um conhecimento mais profundo da relação entre dividendos, fluxo de caixa livre e rentabilidade em empresas brasileiras.

O presente estudo está estruturado da seguinte forma. Na próxima seção apresenta-se uma revisão da literatura existente sobre o assunto. A seção três contempla os procedimentos metodológicos. Seção quatro apresenta e discute os resultados da análise empírica. Finalmente, seção cinco conclui a discussão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A revisão de literatura, apresenta duas subseções, com o intuito de auxiliar o embasamento da pesquisa. A primeira subseção aborda sobre política de dividendos e a segunda subseção refere-se a dividendos, rentabilidade e fluxo de caixa livre.

### 2.1 Política de Dividendos

A literatura defende que Lintner (1956) foi o primeiro que explorou sobre a política de dividendos. Sua pesquisa evidenciou que as oportunidades de investimento e o tamanho de uma empresa tinham uma relação reversa com a distribuição de ganhos para empresas na Suíça. Desde então, pesquisas da área de finanças corporativas buscaram identificar políticas de distribuição de dividendos, os fatores analisados no processo de tomada de decisão dos gestores e os aspectos que envolvem as medidas adotadas.

Dividendo é definido por Ajanthan (2013) como o benefício dos acionistas recebido em troca de seus riscos e investimentos. Conforme este autor, diferentes fatores em uma organização determinam a política de pagamento de dividendos, basicamente, esses fatores incluem limitações de financiamento, oportunidades e opções de investimento, tamanho da empresa, pressão dos acionistas e regimes regulatórios.

No decorrer dos últimos tempos, vários estudos têm procurado identificar os aspectos determinantes das políticas de pagamento de dividendos de organizações em todo o mundo (Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcellos & De Luca, 2013; Forti, Peixoto e Alves, 2015). Pesquisas anteriores evidenciaram fatores influenciadores do pagamento de dividendos, entre eles: La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) e Mota (2007) estudaram o crescimento das empresas; Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) analisaram a assimetria de informações; Gordon (1963) trabalhou com o risco associado ao fluxo de caixa; Jensen e Meckling (1976) e Rozeff (1982) evidenciaram os custos de agência; e, Francis, Schipper e Vicent (2005) relataram sobre a lucratividade.

Elaborar uma política de dividendos apropriada demanda que os gestores identifiquem os aspectos que influenciam essa decisão. Pirzada (2017) relata que uma política de dividendos boa atrai investidores e facilita a captação de recursos do mercado de ações. As mudanças de dividendos apontam expectativas dos gestores sobre os resultados futuros, conforme esta visão, os gestores aumentam dividendos somente se eles estão confiantes de que os lucros futuros serão suficientes para satisfazer este aumento, da mesma forma, os gestores diminuem os dividendos se os ganhos projetados são considerados insuficientes para atender o nível de dividendos existente (Jensen, Lundstrum & Miller, 2010).

O efeito da política de dividendos no valor de mercado de uma empresa é um tema de controvérsia de longa data (Baker, Farrelly & Edelman, 1985). Parsian e Koloukhi (2013), afirmam que os pagamentos de dividendos das empresas ao longo do tempo e de forma estável podem influenciar o preço das ações, o crescimento dos ganhos futuros e a avaliação do investidor sobre o patrimônio dos proprietários.

Black e Scholes (1974) estudaram a influência da distribuição de dividendos no preço das ações e concluíram que o preço das ações pode alterar temporariamente em resposta a uma mudança no dividendo, porque o mercado pode acreditar que a mudança indica algo sobre o curso futuro provável dos ganhos. O mercado interpreta um corte no dividendo como um sinal



de que os diretores da corporação esperam tempos difíceis à frente (Black & Scholes, 1974). Os investidores reagem negativamente a reduções de dividendos porque eles estão associados com uma diminuição do valor de futuras oportunidades de investimento da empresa (Jensen, Lundstrum & Miller, 2010).

## 2.2 Dividendos, Fluxo de Caixa Livre e Rentabilidade

Dividendos é um importante tema abordado no campo de finanças corporativas, nesse sentido possui relevância as questões que envolvem mudanças de dividendos, informações sobre ganhos futuros e rentabilidade (Grullon *et al.*, 2005). A política de dividendos foi definida no estudo de Gill, Biger e Tibrewala (2010) como a política de pagamento que os administradores da empresa seguem ao decidir o tamanho e o padrão de distribuição de caixa aos acionistas ao longo do tempo.

Estudos anteriores exploraram o valor pago em dividendos pelas empresas e os fatores que influenciam a decisão desses pagamentos. No Brasil, Noves Neto e Saito (2003) verificaram que as empresas com retornos anormais das ações pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório. Silva e Brito (2004), evidenciaram que a lucratividade é o fator de maior importância para o pagamento de dividendos em um estudo realizado com empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto durante os anos de 1995 a 2001. Eles ainda relatam ser curioso o fato da distribuição de dividendos das companhias brasileiras ser inferior às americanas, apesar das legislações do Brasil incentivarem o contrário.

O estudo de Futema, Cruz Basso e Kayo (2009), demonstrou que distribuição de lucros (dividendos e juros sobre capital próprio somados) varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento. Entretanto, Fonteles *et al.* (2012) constataram que nas empresas integrantes do Índice de Dividendos da BMF&BOVESPA, a política de dividendos determinada por lei é a mais observada por estas companhias, ou seja, essas organizações distribuem apenas os dividendos que a legislação exige.

Com relação aos fatores que determinam a distribuição de dividendos, Forti, Peixoto e Alves (2015) investigaram os fatores determinantes da distribuição de dividendos e destacaram aspectos significativos e positivos pelas variáveis: ROA, tamanho, liquidez, *market to book*, e crescimento de lucros. A contribuição desse estudo é voltada a um novo olhar sobre os fatores que afetam a política de dividendos no Brasil, por meio da associação entre a política de dividendos e diversas decisões financeiras importantes das organizações como investimentos, financiamentos e volume de caixa disponível.

No contexto global pesquisas também foram desenvolvidas com a finalidade de identificar os fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos, nesse sentido, observou-se a relação entre dividendos, fluxo de caixa e rentabilidade. Alli, Khan e Ramirez (1993) relatam que os pagamentos de dividendos dependem mais dos fluxos de caixa, do que dos ganhos atuais da empresa, pois o fluxo de caixa representa a capacidade de pagar dividendos e os ganhos atuais não refletem esta capacidade.

A posição de fluxo de caixa de uma empresa é um determinante importante dos pagamentos de dividendos. A posição de liquidez da empresa possui relação com o pagamento de dividendos, assim, uma fraca posição de liquidez significa um dividendo menos generoso devido à falta de caixa (Amidu & Abor, 2006; Gill, Biger & Tibrewala, 2010). A pesquisa de Amidu e Abor (2006) apresentou que as relações positivas e significativas dos índices de pagamento de dividendos com a rentabilidade e fluxo de caixa das empresas permite entender que a rentabilidade e fluxo de caixa são variáveis influenciadoras das decisões de política de pagamento de dividendos.

As considerações de Gill, Biger e Tibrewala (2010) destacam a rentabilidade como o principal indicador da capacidade de uma empresa para pagar dividendos. Entretanto, no estudo realizado por Ajanthan (2013) evidenciou-se que o pagamento de dividendos é um fator



## Contabilidade e Perspectivas Futuras

que afeta o desempenho da empresa, que existe uma relação significativa e positiva entre ambos, destaque-se que uma adequada política de pagamento de dividendos proporciona melhor rentabilidade para a empresa.

Com uma relação positiva e significativa entre a rentabilidade das empresas e o pagamento de dividendos, a pesquisa de Oladipupo e Okafor (2013) observou que como a rentabilidade, o fluxo de caixa também é importante para definir a política de pagamento de dividendos. Ainda, que o pagamento de dividendos é uma saída de caixa, o que significa que mesmo que a empresa tenha auferido ganhos no período suficientes para pagar dividendos, é necessário ter dinheiro suficiente e disponível em caixa para pagá-los.

Conforme o exposto e, para atender ao objetivo da pesquisa, que trata-se de avaliar se o fluxo de caixa livre e rentabilidade influenciam o pagamento de dividendos em empresas brasileiras, as seguintes hipóteses de pesquisa foram elaboradas:

**H<sub>1</sub>:** Existe uma relação significativa entre pagamento de dividendos e o fluxo de caixa livre.

**H<sub>2</sub>:** Existe uma relação significativa entre pagamento de dividendos e a rentabilidade.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o objetivo de verificar a influência do fluxo de caixa livre e da rentabilidade no pagamento de dividendos, a pesquisa configura-se como descritiva, pois irá analisar as variáveis sem manipulá-las. A pesquisa caracteriza-se como documental, pois os procedimentos utilizam dados base Econômica. O estudo verifica a influência das variáveis com a aplicação de técnicas estatísticas, o que define a pesquisa como de caráter quantitativo.

A população da pesquisa irá abranger as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa de todos os setores da economia. A amostra da pesquisa foi composta pelas empresas listadas na BM&FBovespa, com exceção das empresas que atuam no segmento financeiro, por apresentarem características particulares, assim como aquelas que não dispunham de informações para cálculo de todas as variáveis em estudo. A amostra final compreende 326 empresas.

O período de análise compreendeu 5 anos, de 2012 a 2016. Os dados referentes ao pagamento de dividendos, fluxo de caixa livre e rentabilidade foram coletados na base de dados *Econômica*. As variáveis utilizadas na pesquisa foram selecionadas a partir da literatura e são apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo**

| Descrição                      | Proxy  | Autor (ano)                                |
|--------------------------------|--|--|
| <b>Variável dependente</b>     |  |  |
| Dividendos (DIV)               | Dividendos   | Ajanthan (2013); Oladipupo e Okafor (2013) |
| <b>Variáveis Independentes</b> |  |  |
| Fluxo de Caixa Livre (FCL)     | Fluxo de Caixa Livre   | Amidu e Abor (2006)                        |
| Rentabilidade (RENT)           | Rentabilidade  | Ajanthan (2013); Oladipupo e Okafor (2013) |
| Rentabilidade do Ativo (ROA)   | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}}$ | Forti, Peixoto e Alves (2015)              |
| Tamanho (TAM)                  | LN do Ativo Total  | Forti, Peixoto e Alves (2015)              |

Fonte: Dados da pesquisa (2018).



**Contabilidade e Perspectivas Futuras**

Florianópolis, SC, Brasil  
 Centro de Eventos da UFSC  
 12 a 14 de agosto de 2018

A partir das variáveis apresentadas no Quadro 1, foram elaborados os modelos de regressão para análise. Deste modo segue abaixo a equação que será utilizada para testar os pressupostos da análise.

**Equação 1**

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 FLC + \beta_2 RENT + \beta_3 ROA + \beta_4 TAM + \epsilon$$

Portanto, o modelo acima foi testado para as empresas da amostra. Foram utilizadas planilhas eletrônicas, para tabulação e estatística descritiva, com uso de métodos estatísticos apresentados por software específico como o SPSS 21® para a regressão linear múltipla.

**4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Nesta seção os achados do estudo serão descritos e analisados. Primeiro será apresentado a estatística descritiva das variáveis que compõem a pesquisa, contendo uma variável dependente DIV e, quatro variáveis independentes FLC, RENT, ROA, TAM. A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva da amostra, nota-se que os dividendos e o fluxo de caixa livre são os que apresentam as maiores médias e desvio padrão no período analisado, tendo em vista a natureza dessas variáveis por ser muito dispersa em cada empresa analisada.

**Tabela 1: Estatística Descritiva da Amostra**

| Variáveis   | Média      | Desvio Padrão | Mínimo     | Máximo    |
|-------------|------------|---------------|------------|-----------|
| <b>DIV</b>  | 98360,3120 | 143320,3980   | 0          | 759285,00 |
| <b>FCL</b>  | 22744,1776 | 167441,2417   | -541661,00 | 622585,00 |
| <b>RENT</b> | 0,0000     | 0,00084       | -0,01      | 0,02      |
| <b>ROA</b>  | 4,1615     | 8,07611       | -35,14     | 45,06     |
| <b>TAM</b>  | 14,6573    | 1,4447        | 9,30       | 18,82     |

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação de Pearson, na qual percebe-se que o ROA e o tamanho possuem relação significativa positiva ao nível de 1% com relação aos dividendos, já o fluxo de caixa livre possui relação significativa positiva ao nível de 5%, já a rentabilidade não apresentou grau de significância. Ou seja, quanto maior for o ROA, o tamanho da empresa e o fluxo de caixa livre, maior será o pagamento de dividendos. As variáveis não apresentaram alta correlação.

**Tabela 2: Matriz de Correlação**

|             | DIV    | FCL    | RENT    | ROA     | TAM |
|-------------|--------|--------|---------|---------|-----|
| <b>DIV</b>  | 1      |        |         |         |     |
| <b>FCL</b>  | ,052*  | 1      |         |         |     |
| <b>Sig.</b> | ,037   |        |         |         |     |
| <b>RENT</b> | -,022  | -,004  | 1       |         |     |
| <b>Sig.</b> | ,367   | ,867   |         |         |     |
| <b>ROA</b>  | ,290** | ,035   | ,179**  | 1       |     |
| <b>Sig.</b> | ,000   | ,163   | ,000    |         |     |
| <b>TAM</b>  | ,427** | ,133** | -,080** | -,161** | 1   |
| <b>Sig.</b> | ,000   | ,000   | ,001    | ,000    |     |

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Nota: Níveis de significância: \*\*1%, \*5%

Para testar as hipóteses da pesquisa foi aplicada a regressão linear múltipla. O teste de multicolinearidade (VIF) foi realizado para medir o aumento da variância de cada coeficiente da regressão em função da multicolinearidade, em que os valores acima de 5 indicam problemas de multicolinearidade (Fávero et al., 2009). Verificou-se que as variáveis não apresentaram



### Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil  
Centro de Eventos da UFSC  
12 a 14 de agosto de 2018

problemas de multicolinearidade, tendo em vista que os resultados apresentaram-se  $<1,06$  para cada variável. Na sequência, demonstra-se os resultados do modelo de Regressão Linear Múltipla, conforme a tabela 3.

**Tabela 3: Regressão Linear Múltipla**

| Variáveis              | $\beta$ | Sig.           |
|------------------------|---------|----------------|
| Constante              | -       | <b>0,000**</b> |
| FCL                    | -0,026  | 0,202          |
| RENT                   | -0,051  | <b>0,015*</b>  |
| ROA                    | 0,378   | <b>0,000**</b> |
| TAM                    | 0,487   | <b>0,000**</b> |
| R <sup>2</sup> : 0,318 |         |                |
| ANOVA: 0,000**         |         |                |
| Durbin Watson: 2,038   |         |                |

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Nota: Níveis de significância: \*\*1%, \*5%

A Tabela 3 apresenta os resultados do modelo da Regressão Linear Múltipla para as variáveis analisadas. Observa-se que o modelo é significativo quando o resultado do teste ANOVA foi 0,000, bem como apresentou um R<sup>2</sup> de 0,318 indicando que o modelo tem poder explicativo de 31,8% sobre o desempenho das empresas com o uso de, apenas, quatro variáveis. Não há problemas de multicolinearidade dos resíduos, visto que o teste de Durbin Watson teve como resultado 2,038 estando próximo a 2 (Fávero *et al.*, 2009). Nota-se que as variáveis ROA e tamanho possuem relação significativa positiva ao nível de 1% com relação aos dividendos, já a rentabilidade possui relação significativa negativa ao nível de 5%. O fluxo de caixa livre não foi significativo para o modelo analisado.

Os resultados demonstram que a rentabilidade influencia negativamente no pagamento de dividendos, já o ROA e o tamanho esta relação é positiva. No que se refere ao ROA possuir relação significativa positiva com a distribuição de dividendos indica que quanto maior for a rentabilidade do ativo, maior será a distribuição de dividendos auferida, estando de acordo com o estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015). A relação positiva significativa do tamanho com o pagamento dos dividendos indica que quanto maior for a empresa, maior será este pagamento, resultado também encontrado nos estudos de Ajanthan (2013) e Forti, Peixoto e Alves (2015).

O fato do fluxo de caixa livre não ter sido significativo faz com que a hipótese **H<sub>1</sub>** seja rejeitada. O resultado é contraditório com estudos de Alli, Khan e Ramirez (1993) e Amidu e Abor (2006) o fluxo de caixa é considerado como sendo um fator extremamente influenciador na decisão de distribuição dos dividendos, tendo em vista que, sem dinheiro disponível não há distribuição de dividendos.

Entretanto esse resultado corrobora com o achado de Gill, Biger e Tibrewala (2010) quanto ao fluxo de caixa, no estudo realizado com empresas de serviços e manufatura americanas os autores não encontraram nenhuma relação significativa entre o fluxo de caixa e os índices de pagamento de dividendos, fato também contraditório as hipóteses firmadas no estudo. A justificativa do resultado encontrado no cenário americano são as particularidades dos setores de serviços e manufatura. Neste estudo considera-se as particularidades de mercados emergentes e das políticas de pagamentos de dividendos do país como fatores que impactam na tomada de decisão dos gestores.

A rentabilidade apresentou relação significativa com o pagamento de dividendos, dessa forma aceita-se a hipótese **H<sub>2</sub>**. A relação significativa corrobora com os estudos de Amidu e Abor (2006), Gill, Biger e Tibrewala (2010), Ajanthan (2013), Oladipupo e Okafor (2013) e Forti, Peixoto e Alves (2015), entretanto, a rentabilidade apresentou relação negativa, esse resultado apresenta-se como contraditório a literatura, visto que, os estudos mencionados



## Contabilidade e Perspectivas Futuras

evidenciaram uma relação positiva entre a rentabilidade das empresas e o pagamento de dividendos. Este achado pode estar atrelado ao fato de que mesmo com lucros menores as empresas ainda optam por distribuir dividendos, pois, de acordo com Black e Scholes (1974) diminuir dividendos é sinal de que os gestores esperam que a organização passe por períodos difíceis.

Os fatores ao nível da empresa também influenciam a política de dividendos (Erkan, Fainshmidt & Judge, 2016). No Brasil o alto percentual de empresas familiares, corresponde a um fator peculiar que pode apresentar resultados distintos de outros mercados, tendo em vista que empresas com essa característica apresentam grau elevado de conservadorismo. Constatase que empresas familiares distribuem menos dividendos quando comparadas a empresas não familiares, pois, os investidores dessas empresas tem como propósito retornos futuros de longo prazo, retendo desta forma mais lucros para a entidade (Chiarello, Silva & Nakamura, 2014). Nesse contexto, Procianoy e Vancin (2014) ressaltam que as empresas podem utilizar-se de mecanismos de retenção de recursos, como forma de segurança e autofinanciamento.

Outros fatores específicos das empresas também influenciam a distribuição de dividendos, conforme evidenciado no estudo de Ambrozini (2011) que correspondem a oportunidade de futuros investimentos, estrutura de capital e riscos operacionais. Dentre os fatores, observa-se no cenário mercadológico que a inflação impacta na política de dividendos e reflete no valor pago aos investidores (Basse & Reddemann, 2011). Desta forma, considera-se que os resultados deste estudo, contraditórios aos relatados anteriormente na literatura, justificam-se, por analisar um mercado emergente, o qual possui uma política de distribuição de dividendos obrigatória. No geral os resultados são consistentes com o estudo de Denis e Osobov (2008) que relatou mudanças substanciais nas políticas de dividendos em todos os países.

Na Tabela 4 apresenta o resumo do resultado das hipóteses da pesquisa:

**Tabela 4: Resumo do resultado das hipóteses da pesquisa**

| Hipóteses   | Resultado |
|---|-----------|
| <b>H<sub>1</sub></b> : Existe uma relação significativa entre pagamento de dividendos e o fluxo de caixa livre. | Rejeita   |
| <b>H<sub>2</sub></b> : Existe uma relação significativa entre pagamento de dividendos e a rentabilidade.        | Aceita    |

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Observa-se que a hipótese **H<sub>1</sub>** foi rejeitada, pois, fluxo de caixa livre não apresentou relação significativa no modelo utilizado neste estudo. No entanto, a hipótese **H<sub>2</sub>** foi aceita, evidenciou-se que a rentabilidade possui uma relação significativa com relação a distribuição de dividendos.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo analisar a influência do fluxo de caixa livre e rentabilidade no pagamento de dividendos. Os resultados apontam que os principais determinantes do pagamento de dividendos apresentaram-se contraditórios aos encontrados na literatura.

Neste contexto, quanto a variável fluxo de caixa livre, este estudo não apresentou valores significativos, estando em desacordo com o estudo de Oladipupo e Okafor (2013) no qual afirmam que ter dinheiro suficiente em caixa é uma das premissas fundamentais para o pagamento de dividendos. Conforme os autores, mesmo que a empresa tenha auferido lucro no final do período é necessário ter dinheiro disponível para fazer o pagamento.

No que se refere a rentabilidade, os resultados permitem identificar que esta variável influencia negativamente na distribuição de dividendos, sendo divergente aos achados de Forti, Peixoto e Alves (2015) e indicando que mesmo com lucros menores as empresas ainda optam



## Contabilidade e Perspectivas Futuras

por pagar dividendos, pois, segundo Black e Scholes (1974) diminuir dividendos é sinal de que se espera que a organização passe por momentos difíceis.

Por fim, tem-se as variáveis rentabilidade do ativo e tamanho que apresentaram resultados positivos e significativos com relação ao pagamento de dividendos. Sugerindo assim, que quanto maior a empresa, bem como, sua rentabilidade, mais dividendos serão distribuídos corroborando com os estudos de Ajanthan (2013) e Forti, Peixoto e Alves (2015).

O estudo apresentou resultados importantes para pesquisas que investigam questões de dividendos no contexto brasileiro. Com base na primeira hipótese, o estudo observou que o pagamento de dividendos não apresenta relação com o fluxo de caixa livre, fato que pode estar atrelado ao mercado emergente do estudo e as políticas de pagamento de dividendo do país. Os resultados da segunda hipótese asseguram que a rentabilidade tem um impacto significativo sobre o pagamento de dividendos das empresas listadas na BM&FBovespa. Ou seja, um aumento ou diminuição da rentabilidade de uma empresa tende a afetar significativamente o nível de pagamento de dividendos das empresas. No geral o estudo alinha-se com a literatura que relata que a política de dividendos, molda-se de acordo com os fatores internos de cada país e peculiares de cada empresa (La Porta et al., 2000; Denis & Osobov, 2008).

A presente pesquisa contribui para a literatura por ampliar o conhecimento sobre a relação entre dividendos, fluxo de caixa livre e rentabilidade das empresas brasileiras. Sendo útil também para investidores no que se refere a análise de investimentos das empresas brasileiras de capital aberto ao relacionar a rentabilidade e o fluxo de caixa livre com o retorno das ações. Neste estudo utilizou-se apenas empresas que continham informações públicas disponíveis e em um período específico de tempo, desta forma, salienta-se que não se pode generalizar os resultados encontrados para todas as empresas brasileiras. Como limitação do estudo tem-se o fato da amostra final ter sido reduzida para apenas as empresas que continham todas as informações analisadas.

Diversas lacunas acerca do tema ainda podem ser exploradas, investigando a complexidade existente e os diferentes ambientes econômicos. Sugere-se investigar os determinantes da distribuição de dividendos em outros países e cenários econômicos, utilizar outras variáveis a nível macro e microeconômico, bem como, incluir variáveis de mercado. Sugere-se também, investigar a variação do pagamento de dividendos ao longo do tempo, pois, o mesmo pode variar dentro da organização.

## REFERÊNCIAS

- Adaoglu, C. (2000) Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, 1(3), p. 252-270.
- Ajanthan, A. (2013). The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6), p. 1-6.
- Alli, K. L., Khan, A. Q. & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *Financial Review*, 28(4), p. 523-547.
- Ambrozini, M. A. (2011). Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão. Ribeirão Preto, 2011. 236f. *Tese (Doutorado em Administração de Organizações)* – Universidade de São Paulo. São Paulo.
- Amidu, M. & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The journal of risk finance*, 7(2), p. 136-145.



- Baker, H. K., Farrelly, G. E. & Edelman, R. B. (1985). A survey of management views on dividend policy. *Financial Management*, p. 78-84.
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34-46.
- Black, F. & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial Economics*, 1(1), p. 1-22.
- Chiarello, T. C., da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2014). Efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(3), 432-452.
- De Angelo, H., De Angelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), p. 1415-1431.
- Denis, D. J. & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), p. 62-82.
- Erkan, A., Fainshmidt, S., & Judge, W. Q. (2016). Variance decomposition of the country, industry, firm, and firm-year effects on dividend policy. *International Business Review*, 25(6), 1309-1320.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F.L. & Chan, B.L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., Vasconcelos, A. C. & Luca, M. M. M. (2013). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), pp. 173-204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M. & Alves, D. L. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), pp. 167-180.
- Francis, J., Schipper, K. & Vincent, L. (2005) Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), pp. 329-360.
- Futema, M. S., Cruz Basso, L. F. & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 20(49).
- Gill, A., Biger, N. & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3(1).
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), pp. 264-272.
- Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002) Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The Journal of Business*, 75(3), p. 387-424.

- Grullon, G. *et al.* (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, 78(5), p. 1659-1682.
- Jensen, G. R., Lundstrum, L. L. & Miller, R. E. (2010). What do dividend reductions signal?. *Journal of Corporate Finance*, 16(5), p. 736-747.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), p. 97-113.
- Mota, D. C. (2007). Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. *Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas*, Escola de Administração de Empresas de São Paulo e Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Neto, J. A. N. & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 38(2) 2003.
- Oladipupo, A. O. & Okafor, C. A. (2013). Relative contribution of working capital management to corporate profitability and dividend payout ratio: Evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Finance Research*, 3(2), p. 11-20.
- Parsian, H. A. & Koloukhi, A. S. (2014). A Study on the Effect of Free Cash Flow and Profitability Current Ratio on Dividend Payout Ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*. 4, 63–70.
- Procianoy, J., & Vancin, D. (2014). Dividends: Publicly listed brazilian companies' propensity to pay or not to pay.
- Pirzada, K. (2017). Effects of Dividend Policy on Stock Price Volatility in the Financial Sector. *Journal of Finance and Banking Review*. 2(2), 34 – 48.
- Purnanandam, A. (2008). Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 87(3), p. 706-739.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), pp. 249-259.
- Sawal, N. A., Zakaria, N. B. & Abdullah, N. (2015). Financial difficulties and performance among fraudulent firms evidence from Malaysia. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 13(1), p. 161-175.
- Silva, J. C. G. & Brito, R. D. (2005) Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, 35(1), p. 37-79.

8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças  
8º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade  
1º Congresso FURB de Ciências Contábeis  
3º Congresso de Gestão e Controladoria da UNOCHAPECÓ



**Contabilidade e Perspectivas Futuras**

Florianópolis, SC, Brasil  
Centro de Eventos da UFSC  
12 a 14 de agosto de 2018

Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), p. 419-444.