



**Working  
Paper**

**446**

**CEQEF - Nº33**  
**Working Paper Series**  
07 de março de 2017



**SAO PAULO SCHOOL  
OF ECONOMICS**

# **TEORIA RESIDUAL DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM EXPERIMENTO NATURAL**

**Antonio Zoratto Sanvicente**



Os artigos dos *Textos para Discussão da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas* são de inteira responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a opinião da FGV-EESP. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos, desde que creditada a fonte.

Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas FGV-EESP  
[www.eesp.fgv.br](http://www.eesp.fgv.br)

## TEORIA RESIDUAL DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM EXPERIMENTO NATURAL

Antonio Zoratto Sanvicente

Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas

10 de março de 2016

### Resumo

Em 15 de dezembro de 1976, nova lei das sociedades por ações (S.As.) introduziu, entre outras inovações, a exigência de distribuição mínima obrigatória de resultados anuais (“dividendo mínimo obrigatório”). O presente trabalho considera, como referência conceitual, a chamada *teoria residual da política de dividendos*, segundo a qual os dividendos são determinados pelo que sobraria após a otimização de decisões tanto de investimento quanto de financiamento. Com o dividendo mínimo obrigatório, introduziu-se uma restrição a esse comportamento por parte das empresas. É testada a hipótese de que a restrição afetou o nível de investimento das empresas, o que é parcialmente confirmado por um termo de interação com o de pagamento de dividendos. É usado um enfoque de “diferenças em diferenças”, com dados contábeis de 233 companhias abertas no período de 1973 a 1980.

Palavras-chave: Política de dividendos; Teoria residual; Lei das Sociedades por Ações.

## I. INTRODUÇÃO

Na moderna teoria de finanças, a discussão da política de dividendos de uma empresa tem seu marco inicial em Miller e Modigliani (1961). Nesse artigo, os autores, aplicando as mesmas hipóteses de seu trabalho sobre a (ir)relevância da estrutura de capital para o valor da empresa (MODIGLIANI e MILLER, 1958), demonstraram que, sob a hipótese de mercado perfeito de capitais, a política de dividendos de uma empresa seria igualmente irrelevante. Ou seja, a decisão a respeito de como destinar o lucro líquido obtido num dado exercício, entre reter e reinvestir em ativos da empresa, e distribuir aos acionistas, não teria efeito sobre o valor da empresa.

No entanto, no que poderíamos chamar de argumento “pré-histórico” – no sentido de preexistir à moderna teoria de finanças – havia na literatura (PREINREICH, 1932) o argumento de que a política de dividendos seria relevante, e tratava-se a decisão de distribuição de lucros como uma decisão “residual”. A empresa selecionaria inicialmente todas as oportunidades de investimento com valor presente líquido positivo. Em seguida, tendo determinado o volume de capital novo necessário para financiar tais oportunidades, a empresa fixaria as proporções de capital de terceiros e capital próprio que resultassem em custo médio ponderado mínimo. No caso do capital próprio, deveria ser dada prioridade à retenção de lucros, em detrimento da emissão de novas ações – mas não ainda com base no argumento, baseado em assimetria de informação, que levaria Myers e Majluf (1984) a propor a chamada hipótese de “pecking order.” O motivo dessa prioridade seria a existência de custos de emissão, ou seja, de custos de transação provocados pelos gastos com a emissão de novos títulos. Tais custos não existem na retenção de lucros.

Se sobrasse algum lucro, ele deveria ser distribuído aos acionistas; se o lucro total, que poderia então ser retido e reinvestido, fosse insuficiente como contribuição de capital próprio ao financiamento das oportunidades desejáveis de investimento, só então a empresa deveria emitir novas ações. Desse modo, a decisão de distribuição de lucro seria um “resíduo”, uma vez otimizadas as decisões de investimento e financiamento.

Claramente, tratava-se de uma teoria que reconhecia a existência de pelo menos uma imperfeição de mercado – custos de transação, na prioridade dada à retenção de lucro em detrimento da emissão de novas ações.

No final de 1976, promulgou-se no Brasil uma nova lei de sociedades por ações (Lei nº 6.404, de 15.12.76), que introduziu a exigência de pagamento de dividendo mínimo aos acionistas. A exigência de dividendo obrigatório foi introduzida com o Art. 202 da referida Lei.

*“Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a*

*parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:*

*(...)*

*§1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.*

*§2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.*

*(...)*

*§4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia.”<sup>1</sup>*

O projeto da Lei nº 6.404 foi elaborado pelos juristas José Luiz Bulhões Pedreira e Modesto Carvalhosa. Pedreira (1996) é citado por Eizirik (2011, p. 94) como defensor do argumento de que:

*“O dividendo obrigatório é mecanismo que a lei criou para alcançar maior equilíbrio entre a maioria e a minoria dos acionistas. (...) A atribuição ao acionista minoritário do poder de exigir o dividendo obrigatório cria um limite ao poder discricionário da maioria de fixar anualmente o montante dos dividendos.”*

Ou seja, há aqui, antes do surgimento do termo moderno, a ideia de que o dividendo obrigatório atuaria como mecanismo de limitação da liberdade do agente em prejuízo aos interesses do principal. A própria Exposição de Motivos nº 196, de 26.06.76, acrescenta que:

<sup>1</sup> Como sugestão para pesquisa futura, seria interessante um levantamento da documentação de como essa exigência tem sido cumprida, bem como uma análise dos argumentos apresentados pelos administradores de tais empresas.

*“A ideia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros da companhia.” (EIZIRIK, 2011, p.95)*

No contexto da discussão da teoria residual, a seguir, é interessante reproduzir ainda trecho de julgamento dos Processos Administrativos CVM nºs TJ 2007/10879 e 2007/13216, j. em 24.10.08, em que o relator, cujo voto foi acompanhado pelo Colegiado, manifestou-se da seguinte maneira sobre a possibilidade de retenção de dividendos para a realização de investimentos:

*“4.6. Entendo, portanto, que a retenção de dividendos para realizar investimentos é incompatível com o Art. 198 da Lei nº 6440/76.<sup>2</sup> Na minha opinião, esse artigo deixa claro que a administração não pode reter, nem manter retidos, dividendos obrigatórios para fazer frente a investimentos, nem mesmo quando esses investimentos constam de orçamento de capital aprovado previamente pela assembleia geral. (...) Como a literatura econômica mais recente vem demonstrando, os administradores tendem a favorecer retenção dos fluxos de caixa livre [sic] na empresa mesmo quando isso contraria o interesse dos acionistas.” (EIZIRIK, 2011, p. 102)*

Com o avanço da pesquisa e da literatura de finanças corporativas, a atuação do regulador, em relação ao dividendo obrigatório, passou a refletir mais diretamente as questões ligadas à relação de agência, tanto na preocupação original, envolvendo acionista controlador e acionista minoritário, como na relação entre administrador e acionista.

Também as autoridades monetárias e financeiras viam nesse novo instrumento e, em particular nessa exigência de dividendo mínimo, uma esperança para o desenvolvimento do mercado acionário:

*“A aprovação da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº. 6.404, de 15.12.76) representou significativo progresso institucional em relação à legislação anterior (Decreto-lei nº. 2627, de 26.09.40) e deverá impulsionar decisivamente o mercado acionário no País. Dentre os objetivos principais da nova legislação, **destaca-se a existência de numerosos dispositivos de proteção aos acionistas minoritários que irão forçar a distribuição de um dividendo mínimo de 25% do lucro***

<sup>2</sup> O referido artigo determina que a destinação dos lucros para a constituição de reservas estatutárias (Art. 194) e a retenção de lucros para financiamento de orçamento de capital (Art. 196) não poderão ser aprovadas em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório.

*líquido, conforme definido naquela Lei.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1977, p.108)<sup>3</sup>*

Obviamente, o mercado continuou apresentando a imperfeição que daria prioridade à retenção de lucro em detrimento da emissão de novas ações. Entretanto, introduziu-se uma restrição que antes inexistia. Mas, seria esperado que pagamentos mais elevados de dividendos passassem a ocorrer após a promulgação da lei, que entrava em vigor em 1977, e a já a partir desse ano. Com isso, a interação de decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultado, já reconhecida pela teoria residual, passaria a ser mais forte: se, por exemplo, houvesse relação inversa entre investimento e dividendos antes da nova lei, ela passaria a ser mais forte após a sua entrada em vigor. Se não fosse significativa antes da nova lei, poderia passar a existir após a sua entrada em vigor.

Portanto, e tratando a mudança de legislação de 1976 para 1977 como um “experimento natural”, a principal hipótese deste trabalho é: **a mudança de legislação intensificou a relação inversa entre investimento e dividendos**. Em outras palavras, a restrição causada pela exigência de dividendo mínimo obrigatório pode ter acarretado algum custo, por seu efeito sobre as decisões de investimento das empresas no Brasil?

Para a realização do trabalho aqui proposto, são indispensáveis as informações sobre dividendos declarados pelas empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no período em torno da mudança da lei das S.A. Outros dados, referentes aos valores de grupos de contas de demonstrações financeiras dessas empresas, também são necessários. A fonte mais acessível, no presente momento, é representada pelas coleções de anuários de empresas disponíveis nas bibliotecas das principais escolas de Economia e Administração (Insper, FEA-USP e Fundação Getúlio Vargas).<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Nossa ênfase. Acrescente-se ainda que, na mesma ocasião, a Lei n.º 6385, de 07.12.76, criou a Comissão de Valores Mobiliários, “para tornar operacionais e efetivas as regras da Lei das S.As.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1977, p. 108)

<sup>4</sup> Alternativamente, seria necessária a coleta de demonstrações financeiras de companhias listadas, nas várias edições do Boletim Diário de Informações da Bovespa.

## II. OBJETIVO DO TRABALHO

Em síntese, o objetivo do trabalho é aferir se houve mudança da intensidade com a qual interagem as decisões de investimento e distribuição de resultado pelas empresas, controlando pela interação das decisões de investimento com as de financiamento. Para esse fim, são comparadas as relações estimadas entre fluxos de investimento e dividendos, em dois regimes legais distintos, com ênfase na regulamentação introduzida sobre a distribuição de resultados.

## III. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para caracterizar mais diretamente a situação proposta pela teoria residual, consideremos o seguinte: uma empresa, em dado exercício, dispõe de oportunidades de investimento com valor presente líquido positivo, e elas exigem um total de \$100 milhões com a aquisição de ativos. Com base em sua estrutura alvo de capital, 50% desses recursos devem provir de capital próprio e, portanto, 50% de capital de terceiros. Assim sendo, os \$100 milhões de recursos novos deverão ser obtidos com a captação de empréstimos e/ou emissão de títulos de dívida, no valor de \$50 milhões, e os \$50 milhões restantes deverão ser captados sob a forma de capital próprio. Por sua vez, o capital próprio novo poderá ser obtido com a emissão de novas ações e/ou a retenção de lucros.

Entretanto, a emissão de novas ações envolve despesas que inexistem numa decisão de retenção de lucros. Se o lucro líquido obtido no exercício em questão e, portanto, passível de retenção, totalizar \$30 milhões, a empresa será obrigada a fazer um aumento de capital de \$20 milhões. E o dividendo mais apropriado, nesse caso, seria igual a zero.

Se não o fosse, a empresa: (a) precisaria emitir mais ações, com custos adicionais; e/ou (b) recorrer a mais capital de terceiros, afastando-se de sua estrutura alvo de capital; e/ou (c) sacrificar alguns projetos de investimento com valor presente líquido positivo. De qualquer forma, o pagamento de dividendos levaria a alguma perda de valor na empresa, analisando-se a questão tão somente do ponto de vista de custos de transação, ou seja, quando a retenção de lucro e a emissão de novas ações são vistas como substitutos para a obtenção de capital próprio novo.

No exemplo acima, não havendo exigência legal de dividendo obrigatório, a distribuição ótima de lucro seria igual a zero. Mas, quando a legislação exige o pagamento de algum dividendo, como o de 25% do lucro líquido (no total de \$7,5 milhões, no exemplo), o cumprimento da lei levará a alguma perda de valor, de acordo com a teoria residual.

#### IV. REVISÃO DE LITERATURA

##### IV.1 Revisão de literatura sobre política de dividendos no Brasil

Parte da literatura sobre política de dividendos é formada por levantamentos sobre a prática de distribuição de resultados aos acionistas, e isso inclui estudos com empresas brasileiras ou internacionais.

No âmbito nacional, e como primeiro estudo no Brasil dedicado a conhecer a percepção de executivos sobre dividendos, Decourt e Procianoy (2012), aplicaram no ano de 2009 questionários sobre vários aspectos da distribuição de resultados em companhias abertas brasileiras. Sessenta e cinco empresas responderam ao seu questionário, correspondendo a aproximadamente 24% da população definida pelos autores.

Em sua revisão de literatura, reúnem resultados de trabalhos internacionais sobre política de dividendos. De particular interesse para o tema desta proposta é o conjunto de resultados para o item “dividendos e investimento são independentes”. Esta falta de independência seria preconizada, por exemplo, pela teoria residual. No caso de empresas dos Estados Unidos, na Tabela 1 de Decourt e Procianoy (2012), são indicados dois resultados afirmativos, dois neutros, e um negativo (BAKER e POWELL, 1999). Por sua vez, sua Tabela 2 indica, para empresas fora dos Estados Unidos, que a literatura continha um resultado positivo, um neutro e dois negativos para a afirmação “dividendos e investimentos são independentes”. Estes dois últimos resultados ocorreram em Chee e Hassan (2005), para empresas da Malásia, e em Baker e Mukherjee (2007), para empresas do Canadá. Portanto, não há para empresas desses vários países resultados conclusivos a respeito de uma condição associada à explicação dos dividendos como resíduos de decisões de investimento e financiamento.

Embora em sua fundamentação teórica e na revisão de literatura Decourt e Procianoy (2012) não mencionem a teoria residual, ou mesmo a importância de custos de transação, a interdependência de decisões de dividendos, investimento e financiamento fica clara na seguinte digressão:

*“Por outro lado, o payout elevado pode limitar a capacidade de crescimento da empresa, por reter poucos recursos próprios em função do pagamento dos dividendos resultando menos recursos disponíveis para investimentos. Isto será tanto maior quando houver dificuldades próprias ou de mercado na obtenção de recursos novos via endividamento. Os gestores da empresa ficarão entre estes dois pontos, pagar mais ou menos dividendos, e poderão participar ou influenciar, de alguma forma, na definição de qual o montante é o ideal para ser distribuído*

*aos investidores, objetivando atender a expectativa dos acionistas e não prejudicar a capacidade de investimentos da empresa.” (p. 463)*

Leal e Saito (2003) se propuseram a fazer uma revisão da literatura nacional sobre diversos aspectos fundamentais de finanças corporativas, como forma de contrabalançar a alegada revisão mais cuidadosa da literatura internacional, em trabalhos realizados no Brasil sobre esses temas. No caso específico da política de dividendos (p. 9-10), os autores mencionam trabalhos: (a) sobre recompras de ações como substituto ao pagamento de dividendos; (b) acerca do impacto da mudança de legislação tributária sobre a política de dividendos; e estudos de eventos (c) a respeito de anúncios de pagamento de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações. Nenhum dos trabalhos revisados parece ter se preocupado de maneira importante com a interação de políticas de investimento, financiamento e dividendos que está na base da teoria residual. Desse modo, acredita-se que o estudo aqui proposto trata de um aspecto basicamente negligenciado na pesquisa sobre o comportamento das companhias abertas no Brasil.

Mais recentemente, Vancin e Procianoy (2015) realizaram um estudo sobre determinantes do pagamento de dividendos por empresas no Brasil. Basicamente, criticam o restante da literatura nacional a respeito, porque ela não teria levado em conta a existência do dividendo mínimo obrigatório e como as empresas se comportam em função disso. Desse modo, alegam que a variável dependente mais apropriada seria o excedente de dividendo em relação ao mínimo obrigatório, até porque é observado que “37% dos eventos do grupo total [1513 entre os anos de 2007 e 2013] pagam o mínimo legal e contratual [o mínimo, acima do *payout* legal, criado por estatuto da própria empresa], **ou menos que estes** [minha ênfase].” (p. 7)

De acordo com Vancin e Procianoy (2015), o não reconhecimento deste aspecto nos diversos estudos brasileiros sobre determinantes de política de dividendos afeta a estimação dos coeficientes que relacionariam as variáveis determinantes – endividamento, lucratividade, liquidez, tamanho, instabilidade das receitas, etc. – gerando estimativas inadequadas da sensibilidade da variável que representa a escolha quanto a pagamento de dividendos em relação a alguma variável determinante.

No que diz respeito ao objetivo do presente trabalho, porém, vale a pena citar trecho que aponta para uma esperada relação entre dividendos, financiamento e investimento:

*“Existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o legal e o contratual mínimos e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei ou por seus estatutos sociais a fazerem algum pagamento de dividendos. **Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. A realidade brasileira no que***

***tange a baixa disponibilidade de recursos de longo prazo para o financiamento das atividades de investimentos das empresas é um grande incentivador da alta retenção de caixa pelas empresas como forma de financiamento do crescimento. As empresas são contingenciadas no valor mínimo, mas não no valor máximo. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.” (minha ênfase; p. 6)***

#### IV.2 Revisão de literatura sobre teoria residual

De acordo com Baker e Smith (2006), Preinreich (1932) foi o primeiro a enunciar a possibilidade de que a política de dividendos fosse uma política residual.

No que definem como “política residual pura”, os administradores de uma empresa fixam os dividendos como consequência direta da política de investimento: após a aplicação da regra de valor presente líquido, a empresa distribui apenas os fundos excedentes, ou seja, os fundos gerados internamente menos os exigidos pelos investimentos desejáveis.

Aparentemente, também no âmbito internacional a ideia de que a política de dividendos seja residual parecer ser um tema pouco estudado, pois:

*“Although discussion of a residual dividend policy is common in the finance literature, little research exists on the prevalence of this policy in practice or the characteristics of firms following such a policy. Our motivation for conducting this study is to help fill this void in the empirical literature. The unique value added by our study is that we are the first to evaluate the phenomenon and to provide comprehensive managerial views on this topic.” (BAKER e SMITH, 2006, p. 2)*

Portanto, além de contribuir para a literatura nacional sobre política de dividendos, conforme mencionado acima, os resultados do estudo aqui proposto podem representar contribuição para a literatura internacional.

Baker e Smith (2006) fizeram um levantamento junto a 309 empresas dos Estados Unidos. Os autores concluem, com base nas respostas obtidas, que embora muitas empresas pareçam se comportar como se adotassem uma política residual, mantendo controle estrito sobre fluxo livre de caixa, seus executivos não pareciam professar a adoção de tal tipo de política.

Por fim, acrescenta-se que em livro-texto bastante utilizado nos cursos de graduação brasileiros, menção é feita à teoria residual, diferentemente do que ocorre nos principais manuais internacionais (ver ASSAF NETO e LIMA, 2009, p. 590). O texto em questão afirma que, segundo a teoria residual, o próprio acionista desejaria receber dividendos somente quando não mais

existissem oportunidades de investimento com ROI superior ao custo médio ponderado de capital (WACC).

## V. METODOLOGIA

Em termos gerais, a hipótese do estudo proposto é a de que, com a vigência da lei nº. 6404, a partir de 1977, e com ela a exigência de dividendo mínimo obrigatório, se tornaria mais intensa a interdependência de decisões de investimento e dividendos, que já existiria no mercado imperfeito antes existente.

Quando houve a mudança de legislação, porém, podem ter ocorrido outros eventos que teriam o potencial de dificultar a interpretação dos resultados de qualquer análise. Por exemplo, concomitantemente à promulgação da lei nº. 6404 poderia ter havido alguma variação generalizada dos custos de emissão de ações.

Além disso, a sensibilidade dos investimentos de uma empresa a seus dividendos também poderia ser afetada pela mudança das condições com as quais surgissem oportunidades de investimento. Assim, por exemplo, em caso de melhoria de cenário econômico, com aumento de oportunidades desejáveis de investimento, a sensibilidade dos investimentos aos dividendos se tornaria mais aguda.

Consequentemente, é necessário tomar cuidados especiais na modelagem adotada para a análise do impacto da mudança de legislação, tratada como um “experimento natural” a respeito do efeito de políticas de dividendos sobre investimentos. Um enfoque apropriado para essa finalidade consiste no método de diferenças em diferenças (“diff in diff”).

Segundo Wooldridge (2009, p. 453), “um experimento (quase) natural ocorre quando algum evento exógeno – comumente, uma mudança de política governamental – altera o ambiente em que indivíduos, famílias, firmas ou cidades atuam. Um experimento natural sempre envolve um grupo de controle, que não é afetado pela mudança de política, e um grupo de tratamento, que se acredita ser afetado pela mudança de política. Ao contrário de um experimento verdadeiro, em que os grupos de tratamento e controle são escolhidos aleatoriamente e explicitamente, os grupos de controle e tratamento em experimentos naturais resultam da mudança específica de política”. Basicamente, como se quer avaliar o efeito da mudança de legislação envolvendo distribuição de lucros sobre o investimento em ativos pelas empresas, o desejável é calcular o “efeito médio do tratamento”, neste caso, com o cálculo de diferenças de médias de fluxos de investimento envolvendo os quatro grupos possíveis:

$$(Inv_{\text{depois, tratamento}} - Inv_{\text{antes, tratamento}}) - (Inv_{\text{depois, controle}} - Inv_{\text{antes, controle}}) \quad (1)$$

Na equação (1),  $Inv$  corresponde a valores médios de uma medida de investimento em ativos, nos grupos apropriadamente definidos.

No caso do presente estudo, a mudança de legislação afetava todas as sociedades por ações, e os dados disponíveis se referem somente a empresas desse tipo. Ou seja, em princípio todas elas fariam parte do grupo de tratamento.

Com a finalidade de criar um grupo de controle com os dados disponíveis, uma alternativa plausível é a de definir, como grupo de tratamento, as companhias abertas que, nos anos anteriores à mudança de legislação, pagavam dividendos abaixo do mínimo legal introduzido, e como grupo de controle as empresas que já pagavam mais de 25% do seu lucro antes da mudança de legislação. Ou seja, para as empresas do grupo de controle a nova restrição introduzida já não seria *binding*.

Ainda seguindo Wooldridge (2009), e adaptando o seu exemplo (p. 451-2), a utilização da seguinte especificação de teste permite estimar o erro padrão do efeito médio de tratamento, com a estimação de  $\beta_3$ :

$$Inv_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_{j,t} + \beta_2 D_j + \beta_3 (D_j Div_{j,t}) + \beta_4 Fin_{j,t} + \beta_5 Margem_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

Onde:

$Inv_{j,t}$  = medida de fluxos de investimento em ativos pela empresa  $j$  no período  $t$ ; esta variável é representada pela variação anual dos saldos de contas de ativo imobilizado líquido antes de 1977, medida em relação ao faturamento da empresa.

$Div_{j,t}$  = dividendos pagos pela empresa  $j$  no ano  $t$ , em relação ao faturamento da empresa no mesmo ano.

$D$  = variável *dummy* com valor  $D = 1$  quando se refere a empresas com *payout* inferior a 25% antes da mudança de legislação, ou seja, as empresas pertencentes ao grupo de tratamento, e  $D = 0$  se a empresa teve *payout* superior a 25% e inferior a 100% antes da mudança de legislação.

$Fin_{j,t}$  = medida de fluxos de financiamento da empresa  $j$  no período  $t$ ; esta variável é representada pela variação do passivo exigível total (passivo circulante mais exigível de longo prazo), dividida pelo faturamento da empresa.

$Margem_{j,t}$  = rentabilidade líquida da empresa  $j$  no período  $t$ , medida pelo quociente entre lucro líquido e faturamento da empresa.

No procedimento de estimação adotado abaixo, os dados são montados em dois períodos (*antes*, ou seja, período de 1973 a 1975; *depois* da mudança de legislação, ou seja, período de 1978 a 1980).

O resultado esperado é representado por  $\beta_1 < 0$  (as restrições preconizadas pela teoria residual são significativamente fortes), independentemente da mudança de legislação. Como considerado em Vancin e Procianoy (2015), embora com uma definição diversa da variável investimento – os autores usam a taxa de crescimento do ativo total de um ano para outro: *“Para a realização de novos investimentos, empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos.”* (p. 10)

Em especial, tendo em vista o objetivo do presente estudo, o resultado de maior interesse é representado por  $\beta_3 < 0$ . Isto indicaria que as restrições – ou a concorrência entre dividendos e investimentos – teriam se intensificado a partir da exigência de dividendo mínimo obrigatório.

## VI. DADOS E VARIÁVEIS

### VI.1 Ambiente econômico

A lei 6.404/76 foi promulgada juntamente com a lei 6.385/76, que regulamentou o mercado de valores mobiliários através da criação da Comissão de Valores Mobiliários. De um lado, a nova regulamentação societária e de mercado de capitais seguia-se à modernização dos mercados promovida após a mudança de governo em março de 1964, que havia incluído a criação do Banco Central do Brasil.

Além disso, a forte queda de cotações no mercado local de ações, a partir de meados de 1971 e durante o ano de 1972, em termos nominais, e em termos reais até o final de 1973 (ver segunda coluna da Tabela 1, a seguir), havia despertado a intenção de proteger os investidores individuais e, particularmente, os investidores minoritários em ações. A instituição do dividendo mínimo obrigatório se inseria nesse contexto. Veja-se, por exemplo, Vancin e Procianoy (2015, p. 3):

*“O objetivo de estabelecer um dividendo mínimo obrigatório seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros (LA PORTA et alii., 2000; COELHO, 2002). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital. Procianoy (2006) ressalta a importância desse mecanismo ao verificar que, no Brasil, há uma tendência das*

*empresas em reter a maior parcela possível dos lucros, como forma de autofinanciamento em função da escassez de recursos para o financiamento de longo prazo das companhias naquele momento.”*

Tabela 1 Alguns dos principais indicadores de mercado, Brasil e Estados Unidos, 1971-1985.

ANO	IBOVESPA	INFLAÇÃO (IGP-DI)	CRESC. PIB	TAXA CDB	PREÇO PETRÓLEO	INFLAÇÃO (US CPI)	US T-BILL RATE
1971	112,94%	19,47%	11,34%	25,2%	3,560	4,40%	4,34%
1972	-44,42%	15,72%	11,94%	21,9%	3,560	6,36%	4,07%
1973	4,77%	15,54%	13,97%	21,5%	4,310	10,76%	7,03%
1974	36,72%	34,55%	8,15%	27,4%	11,160	7,60%	7,88%
1975	34,84%	29,35%	5,17%	31,4%	11,160	5,87%	5,83%
1976	24,03%	46,25%	10,26%	35,7%	13,900	5,21%	5,00%
1977	40,95%	38,80%	4,93%	44,2%	14,850	5,74%	5,26%
1978	4,47%	40,83%	4,97%	46,1%	14,850	8,66%	7,22%
1979	56,61%	77,21%	6,76%	51,1%	32,500	11,29%	10,04%
1980	44,19%	110,25%	9,20%	57,0%	37,000	9,84%	11,62%
1981	113,81%	95,18%	-4,25%	94,0%	35,000	5,78%	14,08%
1982	63,90%	99,72%	0,83%	103,3%	31,720	4,72%	10,73%
1983	758,50%	178,09%	-2,93%	153,0%	29,240	5,01%	8,62%
1984	442,03%	223,72%	5,40%	264,5%	25,429	3,70%	9,57%
1985	401,58%	235,11%	7,85%	281,3%	27,228	3,28%	7,49%

IBOVESPA: Variação anual de valores de fechamento. Fonte: Economática.

IGP-DI: Variação anual. Fonte: Economática.

PIB: Crescimento real. Fonte: Ipeadata.

CDB: Taxa média mensal anualizada. Fonte: Banco Central do Brasil.

PETRÓLEO: West Texas Intermediate, USD/bbl, final do ano, Federal Reserve Bank of St. Louis.

US CPI: Variação anual do Consumer Price Index - All Items, Federal Reserve Bank of St. Louis.

US T-BILL RATE: Média anual, % ao ano. Federal Reserve Bank of St. Louis.

O período representado pelos dados na Tabela 1 também se caracterizou por: (a) aceleração do processo inflacionário na economia brasileira; (b) encerramento do chamado “milagre econômico” com os chamados “choques do petróleo” em 1973 e 1979 (vejam-se as colunas “CRESC. PIB” e “PREÇO PETRÓLEO”); (c) a crise da dívida externa no início da década de 1980, quando a autoridade monetária norte-americana, com a elevação da inflação nos Estados Unidos, passou a usar a taxa de juros de curto prazo como ferramenta de controle, como pode ser visto na última coluna da Tabela 1. Uma das principais consequências de todos esses eventos foi uma forte redução da rentabilidade das empresas no Brasil a partir de 1979, como é evidenciado na Tabela 2, com uso de dados da amostra, e apresentada mais adiante.

## VI.2 Dados e mensuração de variáveis

A coleta dos dados necessários abrange o período de 1973 a 1982, embora a equação (2) seja estimada com dados de 1973-1975 (“antes”) e 1978-1980 (“depois”).

Duas fontes principais de informações foram utilizadas: (a) para a identificação de companhias abertas e a coleta de seus dividendos no período, usou-se a coleção de Boletins Diários de Informações (BDIs) da então Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); as informações sobre proventos (dividendos, bonificações em ações e emissões de direitos de subscrição para aumentos de capital são fornecidas no suplemento intitulado Quadro Demonstrativo da Evolução do Capital Social, encartado semanalmente (às sextas-feiras) dentro do BDI. Estes documentos foram fornecidos pela Biblioteca da BM&FBovespa; (b) dados de demonstrações financeiras anuais das mesmas empresas ao longo do período de estudo; a fonte foi a coleção de anuários publicados pela extinta Revisão Visão, no chamado Quem é Quem na Economia Brasileira, cuja coleção pode ser encontrada (com falhas diferentes) nas bibliotecas das principais escolas de Economia e Administração em São Paulo (Insper, FEA-USP e FGV-SP).

### **Variável Div**

No Quadro Demonstrativo da Evolução do Capital Social, os dividendos são expressos em valor monetário por ação ou em % do valor nominal da ação, dependendo do ano. Dada a informação, também constante nesse Quadro, do número de ações existentes no Capital Social de cada empresa, foram calculados os valores totais dos dividendos de cada ano, para cada empresa. A seguir, foram divididos pelo faturamento no mesmo ano, e por fim calculada a média dos quocientes resultantes para os anos de 1973 a 1975, e de 1978 a 1980.

No Quadro Demonstrativo de Evolução do Capital Social com data de 23 de dezembro de 1976 havia tal tipo de informação para aproximadamente 370 empresas, sendo excluídas do estudo as instituições financeiras.

### **Variável Inv**

Nos anos de 1973 a 1975, as edições do Quem é Quem na Economia Brasileira divulgavam valores de Realizável a Longo Prazo e Imobilizado Líquido. Graças aos demais dados informados, foi possível inferir qual seria o valor do Ativo Total. No presente trabalho, definiu-se Investimento pelo saldo do Imobilizado Líquido. Nos anos de 1978 a 1980, desaparece o item Realizável a Longo Prazo, que é substituído por Investimentos. Mas, de qualquer forma, para a construção da variável dependente na equação (2), Investimento continuou sendo o saldo de Imobilizado Líquido.

Como a variável dependente deve ser medida como fluxo, para a sua construção obteve-se, primeiramente, a diferença dos saldos mencionados acima, de 1973 para 1974, de 1974 para 1975, de 1978 para 1979, e de 1979 para 1980. A seguir, as diferenças obtidas foram divididas pelo faturamento do ano anterior, a saber: 1973, 1974, 1978 e 1979, e finalmente tiradas as médias dos resultados. Portanto, para exemplificar, o valor da variável Inv no período “antes” da mudança de legislação foi assim calculado:

$$[(\text{Imobilizado Líquido}_{1974}/\text{Faturamento}_{1973}) + (\text{Imobilizado Líquido}_{1975}/\text{Faturamento}_{1974})]/2 \quad (3)$$

### **Variável Fin**

Como prevê qualquer discussão sobre a relação entre investimentos e dividendos, é reconhecido que, além de reter lucro a ser reinvestido, qualquer as empresas podem financiar investimentos com novos recursos externos. Assim, para evitar a omissão de pelo menos uma variável relevante, inclui-se o fluxo de financiamento, no caso, com recursos de terceiros como variável explicativa.

O valor do fluxo de financiamento foi calculado para os dois períodos, a partir das variações anuais das contas de endividamento (passivo circulante mais exigível a longo prazo, antes da mudança de legislação; endividamento geral x ativo total, depois da mudança de legislação). Com isso construiu-se a variável Nova Dívida Total. Para cada ano (1973 a 1975; 1978 a 1980), as variações foram divididas pelo faturamento do ano anterior, e a seguir calculadas as médias dos resultados. Portanto, o valor da variável Fin no período anterior à mudança de legislação foi calculado do seguinte modo:

$$[\text{Nova Dívida Total}_{1974}/\text{Faturamento}_{1973}; \text{Nova Dívida Total}_{1975}/\text{Faturamento}_{1974}]/2 \quad (4)$$

### **Variável Margem**

Naturalmente, espera-se que, havendo oportunidades de investimento rentáveis, as empresas queiram investir em mais ativos. Para refletir essa possibilidade, utilizou-se como variável explicativa a margem líquida de lucro obtida pelas empresas da amostra nos mesmos anos do estudo. A margem líquida, ou seja, o quociente entre lucro líquido e faturamento também foi medido por média entre os dois períodos de três anos (antes, 1973-1975; depois, 1978-1980).

## VII. RESULTADOS

Inicialmente, é descrito o que foi encontrado a respeito dos padrões de rentabilidade e distribuição de resultados das companhias não financeiras acompanhadas no estudo.

A Tabela 2, a seguir, mostra informações relacionadas às proporções de distribuição de resultados por essas empresas ao longo do período de 1973 a 1982.

Tabela 2. Distribuição de lucros por empresas não financeiras, 1973-1982.

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
A	Número de empresas	237	238	239	239	239	239	238	237	229	222
B	Prejuízo	4	7	11	10	8	18	31	16	52	54
C	<i>Payout</i> = 0	81	35	28	25	27	30	40	38	70	72
D	<i>Payout</i> > 1	8	10	15	9	7	12	18	9	8	6
E	$0 < \textit{payout} < 1$	148	192	196	205	205	197	213	224	151	144
F	$0,25 < \textit{payout} < 1$	94	94	92	89	91	89	85	65	49	53
G	Média de <i>payout</i> (linhas C e E)	22,10%	22,67%	25,38%	24,10%	23,75%	25,71%	25,70%	21,43%	17,23%	17,65%

Na Tabela 2, as diversas linhas (A-G) contêm as seguintes informações:

A – Empresas para as quais foram coletados valores de lucro líquido em cada ano nos anuários da Revista Visão.

B – Número de empresas com lucro líquido negativo.

C – Número de empresas para as quais se observou inexistência de pagamento de dividendos em cada um dos anos.

D – Número de empresas que pagaram dividendos maiores do que o lucro líquido. Isto pode acontecer quando há caixa suficiente para o pagamento. Nada impede legalmente que uma empresa distribua mais de 100% do lucro do exercício, sem que isso represente redução de capital social.

E – Empresas que pagaram algum dividendo entre 0% e 100%.

F – Empresas que pagaram algum dividendo entre 25% (o mínimo obrigatório determinado pela lei que entrou em vigor em 1977) e 100%.

G – Média dos valores de *payout* nas linhas C (*payout* = 0) e E (*payout* entre 0 e 1).

Os dados revelam o seguinte:

1. Mesmo depois da vigência da lei, muitas empresas continuaram pagando menos de 25% do lucro líquido. Deve ser lembrado, porém, que a lei se refere como base ao “lucro líquido ajustado”, e não simplesmente ao lucro líquido contábil publicado. Portanto, não quer dizer que não estavam cumprindo a lei.
2. Apesar disso, porém, é evidente que uma empresa cujo *payout* era igual a zero não estava pagando nenhuma proporção do lucro líquido ajustado. Quando lucro líquido era negativo (linha B), com certeza o lucro líquido ajustado provavelmente também seria negativo. Mas, por exemplo, em 1981 e 1982, o número de empresas que não pagaram dividendos foi superior em 18 ao número de empresas com prejuízo.
3. Comparando-se as linhas E e F, percebe-se que, a partir de 1977, mais de 100 empresas distribuíram menos de 25% do lucro líquido. É possível que a maior parte da explicação seja a determinação legal de que o lucro relevante seja o “lucro líquido ajustado”, definido a seguir.
4. A queda significativa do *payout* médio em 1981 e 1982 pode ser atribuída ao aumento do número de empresas com prejuízo e, conseqüentemente, do número de empresas com *payout* igual a zero.

Quanto ao lucro líquido ajustado, o Art. 202 da lei 6.404/1976 diz que lucro líquido ajustado é igual a lucro líquido do exercício, *mais ou menos*:

- a) Quota destinada à constituição da reserva legal;
- b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores; e
- c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva, e lucros anteriormente registrados nessa reserva e que tenham sido realizados no exercício.

Finalmente, em vista da definição dos grupos de tratamento e controle, logo após a equação (2), as amostras resultantes são formadas por empresas pertencentes ao grupo da linha F (grupo de controle). Por sua vez, o grupo de tratamento é formado por empresas não pertencentes ao grupo da linha F, e não incluídas, no período e 1973 a 1975, nos grupos das linhas B e D. Como dito anteriormente, são aproveitados os dados de 233 empresas.

As Tabelas 3 e 4, a seguir, apresentam estatísticas descritivas e correlações entre variáveis usadas na estimação da equação (2), além de outras informações coletadas a respeito das empresas analisadas, em dois períodos (1973-1975 e 1978-1980).

Tabela 3. Estatísticas descritivas de proporções entre alguns grupos de contas e faturamento das empresas estudadas, nos períodos antes (1973-1975) e depois (1978-1980) da mudança da lei das S.As.

	MÉDIA7375	MEDIANA7375	DESVPAD7375
REAL/FAT	4,68%	0,32%	29,61%
IMOB/FAT	27,14%	12,25%	63,02%
INVIMOB/FAT	31,69%	13,91%	73,02%
MARGEM	13,40%	11,52%	12,01%

	MÉDIA7880	MEDIANA7880	DESVPAD7880
INV/FAT	20,73%	5,46%	69,17%
IMOB/FAT	44,96%	19,41%	104,58%
INVIMOB/FAT	48,14%	21,82%	90,45%
MARGEM	11,41%	9,59%	14,91%

Tabela 4. Correlações entre as variáveis incluídas na equação (2), bem como outros indicadores disponíveis, para os períodos antes (1973-75) e depois da mudança da lei das S.As. (1978-80).

	DIVIDFAT	MDFIN	MDINV	MDIMOB	MILC	MEMPREG	MARGEM
DIVIDFAT	1,0000	0,5849	0,3627	0,7129	-0,0094	0,1723	0,6170
MDFIN		1,0000	0,4035	0,8082	-0,0520	0,1148	0,3464
MDINV			1,0000	0,1181	0,0027	-0,0287	0,3474
MDIMOB				1,0000	-0,1012	0,2092	0,4495
MILC					1,0000	-0,0033	0,2150
MEMPREG						1,0000	0,1847
MARGEM							1,0000

	DIVIDFAT	MDFIN	MDINV	MDIMOB	MILC	MEMPREG	MARGEM
DIVIDFAT	1,0000	0,2209	0,4541	0,2327	0,0631	-0,0629	0,6147
MDFIN		1,0000	0,3433	0,7219	-0,0731	0,0266	0,3042
MDINV			1,0000	-0,0348	-0,0572	-0,0528	0,7176
MDIMOB				1,0000	-0,0484	0,0475	0,1250
MILC					1,0000	-0,0656	0,0478
MEMPREG						1,0000	0,0001
MARGEM							1,0000

DIVIDFAT = dividendos/faturamento

MDFIN = média de variações de exigível total, em relação a faturamento

MDINV = média de variações de realizável a longo prazo (ou investimentos), em relação a faturamento

MDIMOB = média de variações de imobilizado líquido, em relação a faturamento

MILC = média do índice de liquidez corrente

MEMPREG = média do número de funcionários da empresa

MARGEM = margem de lucro líquido/faturamento

Por fim, a Tabela 5 fornece os resultados da estimação da equação (2), permitindo testar a hipótese principal do estudo.

Tabela 5. Resultados de estimação da equação (2). Variável dependente: MDIMOB, ou seja, o valor médio de investimentos em ativo imobilizado, líquido de depreciação, padronizado pelo faturamento da empresa no ano anterior. Dados médios dos períodos 1973-1975 e 1978-1980, ou seja, antes e depois da mudança da lei das S.A. Estimação em painel EGLS de dois períodos, com correção por *cross section clustering* (PCSE).

Variável	Coeficiente	Erro-padrão	p-valor
Constante	-0,0689	0,0375	0,0666
DIV	5,0921	0,5940	0,0000
DUMMY	0,1156	0,0228	0,0000
DUMMY X DIV	-5,3263	0,3821	0,0000
FIN	0,7331	0,0842	0,0000
MARGEM	-0,0190	0,3401	0,9555
R <sup>2</sup> ajustado = 0,5794			
Estatística F = 122,5065			

Os resultados obtidos indicam que a variável que representa os fluxos de novos recursos de terceiros (FIN) apresenta coeficiente com o sinal positivo esperado. Em contraste, a margem de lucro não é significativa no nível de 5%. Ou seja, mais recursos de terceiros são captados para a realização de investimentos maiores, mas o desejo de realização de maiores investimentos não pareceu ser influenciado pela rentabilidade líquida anual no período, que por sinal sofreu variações substanciais.

Quanto às variáveis mais diretamente ligadas ao objetivo do trabalho, observa-se que todas (DIV, DUMMY e DUMMY X DIV) são significantes. O primeiro resultado indica que, independentemente da mudança de legislação, a teoria residual não seria uma boa explicação do comportamento das empresas em termos de política de dividendos, já que a teoria prediria um coeficiente negativo para a relação entre investimento e dividendos. O coeficiente positivo da variável DUMMY indica que as empresas do grupo de tratamento aumentaram mais seus investimentos após a mudança de legislação.

A variável que testa a predição da teoria residual em relação ao efeito da mudança de legislação é o termo de interação. Ele tem coeficiente com o sinal negativo que se argumentou ser compatível com a teoria residual. Indica-se, assim, que a exigência de dividendo mínimo obrigatório criou uma restrição à gestão financeira das empresas que não era economicamente relevante no período anterior.

## VIII. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A principal conclusão obtida no estudo, em vista dos resultados relatados na seção imediatamente anterior, é a de que, se a teoria residual da política de dividendos não era relevante antes da mudança de legislação que introduziu o dividendo mínimo obrigatório, ela se tornou relevante com a nova lei.

Em termos de limitações, um problema claramente importante tem a ver com a presença de endogeneidade no modelo proposto para o teste. De acordo com a própria teoria residual, investimento, financiamento e política de dividendos interagem, de modo que sua determinação é simultânea. Esse aspecto, em versões futuras do estudo, precisará receber o tratamento adequado. Por ora, o que foi feito foi levar em conta que investimento é determinado por dividendos e financiamento, mas não o contrário.

De um lado, usou-se o que é possível obter em relação a dividendos declarados pelas companhias listadas no período estudado, mas, por outro, a disponibilidade de dados contábeis mais detalhados, é uma limitação importante, pois os anuários utilizados fornecem as contas mais importantes para um grande número de empresas, mas sem detalhes que permitiriam o tratamento adequado do problema de endogeneidade. Os próprios Boletins Diários de Informações continham, ao longo do tempo, demonstrações financeiras detalhadas de várias empresas listadas, mas a coleta e digitação desses dados exigiria novo projeto como o que foi contemplado no auxílio até aqui concedido pela Fapesp. Se a extensão pudesse ser feita, mesmo que a outros pesquisadores, muito se acrescentaria à história dos mercados de capitais do Brasil.

## IX. REFERÊNCIAS

- Assaf Neto, A.; Lima, F. G. *Curso de Administração Financeira*. São Paulo, Atlas, 2009.
- Baker, K.; Mukherjee, T. K. Survey Research in Finance: Views from Journal Editors. *International Journal of Managerial Finance*, v. 3, p. 11-25, 2007.
- Baker, K.; Powell, G. E. How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v. 38, p. 17-35, 1999.
- Baker, K.; Smith, D. M. In Search of a Residual Dividend Policy. *Review of Financial Economics*, v. 15, p. 1-18, 2006.
- Banco Central do Brasil, *Relatório Anual* de 1976.
- Chee, C. C.; Hassan, S. Dividend Policy: A Survey of Malaysian Public Listed Companies and Security Analysts. In *Sixteenth Asian Finance Association Conference*, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005.
- Coelho, F. U. *Curso de Direito Comercial*, vol. 1. São Paulo, Saraiva, 2002.
- Decourt, R. F.; Procianny, J. L. O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOvespa: Survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 4, p. 461-498, dez. 2012.
- Eizirik, N. *A Lei das S/A Comentada*, v. III: artigos 189 a 300. São Paulo, Quartier Latin, 2011. Leal, R. P. C.; Saito, R. Finanças Corporativas no Brasil. *RAE-eletrônica*, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003. Disponível em <http://www.rae.com.br/electronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469&Secao=FINANÇAS&Volume=2&Numero=2&Ano=2003>. Acessado em 14 mar. 2014.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- Miller, M.; Modigliani, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, v. 34, p. 411-433, 1961.
- Modigliani, F.; Miller, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- Myers, S.; Majluf, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-221, 1984.
- Pedreira, J. L. B. Base de Cálculo do Dividendo Obrigatório. In: Lamy, A. Filho; Pedreira, J. L. B. (Coords.) *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, v. 2, 2ª. ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996.
- Prenreich, G. A. D. Stock yields, stock dividends and inflation. *The Accounting Review*, v. 7, p. 273-

289, 1932.

Procianoy, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. *Gestão de investimentos e fundos*. Rio de Janeiro, Financial, 2006.

Vancin, D. F.; Procianoy, J. L. Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. *15<sup>o</sup> Encontro Brasileiro de Finanças*, Sociedade Brasileira de Finanças, São Paulo, 2015. Disponível em <http://sbfm.org.br/artigos-aceitos-15sbfm/financascorp/5109.pdf>. Acessado em 01 de março de 2016.

Wooldridge, J. M. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 4<sup>a</sup>. ed. Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 2009.