

# Determinantes da distribuição de dividendos acima do obrigatório: Evidências de empresas listadas na B3

## Determinants of dividend distribution above the mandatory amount: Evidence from companies listed on B3

**Felipe da Silva Santos**  
<https://orcid.org/0000-0002-8047-0031>

Graduado em Administração. Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia (UESB) – Brasil. [felipe.silvasantos1@outlook.com](mailto:felipe.silvasantos1@outlook.com)

**Anderson Dias Brito**  
<https://orcid.org/0000-0003-0783-3884>

Doutorando em Administração. Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia (UESB) – Brasil. [andersonbrito.adm@gmail.com](mailto:andersonbrito.adm@gmail.com)

**Estevao Seccatto Rocha**  
<https://orcid.org/1234-5678-1234-5678>

Doutorando em Administração. Universidade de São Paulo (USP) – Brasil. [estevao.rocha@gmail.com](mailto:estevao.rocha@gmail.com)

### RESUMO

Este trabalho tem como objetivo identificar os principais fatores que levam as empresas a distribuir dividendos acima do obrigatório. Esta pesquisa é de natureza quantitativa, com dados secundários obtidos via plataforma da Economatica. A amostra é composta por 2.097 observações de 450 empresas listadas na B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, com registro no período de 2005 a 2023, considerando dados anuais. A estimação foi realizada por meio de regressão logística (Logit). Variáveis como proventos anteriores, rentabilidade, investimento, liquidez, alavancagem financeira, fluxo de caixa livre, tamanho da empresa, ciclo de vida e oportunidades de crescimento foram analisadas para compreender sua relação com a prática de pagamento de dividendos acima do obrigatório. As variáveis proventos anteriores, rentabilidade, alavancagem, fluxo de caixa livre, oportunidades de crescimento e ciclo de vida se mostraram significativas. Por outro lado, as variáveis liquidez, tamanho da empresa e investimentos não impactaram a probabilidade de pagamento de dividendos acima do obrigatório. Este artigo contribui para preencher a lacuna na literatura brasileira, que não leva em consideração a característica institucional do pagamento mínimo obrigatório de proventos. Dessa forma, nosso modelo permite identificar, ex ante, empresas que tendem a pagar dividendos acima do mínimo legal com base em informações contábeis públicas.

**Palavras-chave:** Distribuição de dividendos; tomada de decisão; Teoria da Suavização; Teoria da Sinalização.

### ABSTRACT

This study aims to identify the main factors that lead firms to distribute dividends above the mandatory level. The research adopts a quantitative approach, using secondary data obtained from the Economatica platform. The sample comprises 2,097 firm-year observations from 450 companies listed on B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) over the period from 2005 to 2023, based on annual data. Estimation is performed using a logistic regression (Logit) model. Variables such as past dividends, profitability, investment, liquidity, financial leverage, free cash flow, firm size, life cycle, and growth opportunities are analyzed to examine their relationship with the likelihood of paying dividends above the mandatory threshold. Past dividends, profitability, leverage, free cash flow, growth opportunities, and firm life cycle are found to be statistically significant, whereas liquidity, firm size, and investment do

not affect the probability of distributing dividends above the mandatory level. This paper contributes to filling a gap in the Brazilian literature by explicitly accounting for the institutional feature of mandatory minimum dividend payments. Accordingly, the proposed model allows for the ex ante identification of firms that are more likely to pay dividends above the legal minimum based on publicly available accounting information.

**Keywords:** Dividend distribution; decision making; Smoothing Theory; Signaling Theory.

Recebido em 30/05/2025. Aprovado em 14/01/2026. Avaliado pelo sistema *double blind peer review*. Publicado conforme normas da ABNT.

<https://doi.org/10.22279/navus.v18.2146>

## 1 INTRODUÇÃO

Os dividendos são uma fração dos lucros de uma empresa distribuída aos acionistas como recompensa pelo investimento e pela confiança depositada na empresa em questão (Gay; Brizolla, 2018). De acordo com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o estatuto social determina a proporção dos lucros destinada aos dividendos obrigatórios. Quando o estatuto for omissivo, os dividendos obrigatórios não poderão ser inferiores a 25% do lucro líquido (Brasil, 1976). Empresas de capital aberto frequentemente optam por distribuir aos acionistas uma parcela dos lucros além do exigido por regulamentações, gerando especulações e debates sobre os motivos que sustentam essa prática.

A decisão sobre o valor a ser distribuído geralmente é tomada pelo conselho de administração da empresa, considerando diversos fatores, como o lucro da organização, as perspectivas de crescimento, as necessidades de capital e as expectativas dos acionistas (Hoagland, 1947). A prática de distribuir valores superiores ao obrigatório reflete uma estratégia financeira adotada pelas empresas para recompensar os acionistas, enviar bons sinais ao mercado e, assim, atrair novos investidores (Mota; Moura; Martins, 2023).

Embora existam inúmeros estudos nacionais que analisam os fatores que levam as empresas a distribuírem dividendos, a maioria não leva em consideração a característica institucional brasileira de ter a obrigatoriedade do pagamento de proventos. Nesse sentido, este estudo avança na literatura ao ter como objetivo analisar os fatores que levam as empresas a distribuírem dividendos acima do obrigatório.

A relação teórica entre os fatores em nível de firma e a distribuição de dividendos se fundamenta por duas principais teorias, sendo a sinalização e a da suavização. A Teoria da Sinalização sugere que, sob a presença de informações assimétricas entre gestores e acionistas, a política de dividendos pode sinalizar informações sobre o desempenho das empresas, sendo um fator relevante na determinação de seu valor. Para essa teoria, o valor dos dividendos é estratégico, na medida em que pode ser incrementado como uma forma de transmitir sinais positivos ao mercado financeiro (Lintner, 1956; John; Williams, 1985).

A Teoria da Suavização explica que os gestores podem ajustar a distribuição de dividendos ao longo do tempo, adotando valores mais baixos, mas constantes, para refletir de forma mais precisa a capacidade de geração de caixa da empresa e evitar flutuações bruscas nos pagamentos (Bhattacharya, 1979). Nesse contexto, algumas empresas chegam a pagar dividendos mesmo na ausência de lucros, a fim de sinalizar ao mercado e aumentar o interesse dos investidores (Javakhadze; Ferris; Sen, 2014).

O Brasil apresenta particularidades, como ser uma economia emergente, enfrentar instabilidade política e fragilidade econômica (Elbannan, 2020). O país também possui pouca proteção para empresas e seus investidores (Bilel, 2020), além de baixa liquidez no mercado de capitais (Andrikopoulos; El-Ansary; Hassan, 2020). Além disso, ele se destaca por algumas características institucionais únicas, como a isenção de tributos sobre dividendos, a exigência de pagamento mínimo de dividendos e a possibilidade de remunerar acionistas por meio dos Juros sobre o Capital Próprio (JSCP).

Ao antecipar eventos relacionados à distribuição de dividendos extras, esta pesquisa pode auxiliar na tomada de decisões mais informadas e estratégicas, tanto por parte das empresas quanto dos investidores. Da mesma forma, há um crescente interesse de investidores e gestores em

compreender os motivos por trás da distribuição de dividendos acima da taxa mínima, especialmente em empresas de capital aberto.

Este estudo tem como objetivo contribuir para compreender as razões pelas quais as empresas tomam essa decisão, permitindo uma avaliação mais precisa e antecipada da probabilidade de ocorrência desses eventos. Este estudo oferecerá insights tanto para investidores individuais quanto para institucionais, auxiliando-os na tomada de decisões mais acertadas e na maximização de retornos financeiros. Além disso, nosso modelo permite identificar, ex ante, empresas que tendem a pagar dividendos acima do mínimo legal com base em informações contábeis públicas. Os formuladores de políticas públicas também poderão se beneficiar desse conhecimento, desenvolvendo regulamentações mais eficazes para promover o crescimento econômico e a estabilidade financeira, com uma melhor compreensão de como os dividendos influenciam empresas e investidores.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Teoria da Sinalização**

A Teoria da Sinalização aborda como agentes com melhor informação (sinalizadores) podem transmitir essa informação a agentes com menos conhecimento (receptores). No contexto das finanças corporativas, a Teoria da Sinalização se aplica, entre outras situações, às políticas de dividendos. Empresas com melhores perspectivas financeiras podem utilizar o pagamento de dividendos elevados para sinalizar sua saúde financeira e expectativas de lucros futuros aos investidores (Kavesk et al., 2017).

Ross (1977) argumenta que, em um mercado com assimetria de informação — onde os gestores da empresa possuem mais informações sobre a rentabilidade futura do que os investidores externos — os dividendos podem servir como um sinal. Especificamente, Ross (1977) sugeriu que os gestores podem aumentar os dividendos para demonstrar ao mercado que a empresa está em uma posição financeira sólida e que espera gerar fluxos de caixa positivos no futuro.

Bhattacharya (1979) argumentou que, devido aos custos associados ao levantamento de capital externo, apenas empresas com fortes perspectivas financeiras podem sustentar o pagamento de altos dividendos. Ele sugeriu que o custo de financiar dividendos elevados por meio de novas emissões de ações ou dívida é uma barreira que impede empresas financeiramente fracas de imitar aquelas mais saudáveis.

Miller e Rock (1985) propuseram que mudanças inesperadas nos dividendos podem levar os investidores a revisarem suas expectativas sobre os lucros futuros da empresa. Em seu modelo, aumentos nos dividendos são frequentemente vistos como um sinal positivo, indicando que os gestores esperam lucros futuros mais altos, enquanto cortes nos dividendos são percebidos negativamente, sugerindo preocupações dos gestores quanto à capacidade futura de gerar fluxo de caixa (Miller; Rock, 1985).

### **2.2 Teoria da Suavização**

A teoria da suavização dos dividendos é um conceito em finanças corporativas que postula que as empresas preferem pagar dividendos de maneira estável e previsível ao longo do tempo. Essa prática baseia-se na premissa de que os investidores valorizam a estabilidade e a previsibilidade nos pagamentos de dividendos (Prazeres; Araújo; Lagioia, 2021). Assim, a suavização dos dividendos pode

ser utilizada como um sinal de confiança na estabilidade e nas perspectivas futuras da empresa, influenciando positivamente as expectativas dos investidores (Ribeiro; Colauto, 2016).

Um dos principais proponentes dessa teoria foi Lintner (1956), que observou que as empresas tendem a ajustar seus dividendos apenas parcialmente em resposta às mudanças nos lucros. Dessa forma, Lintner (1956) desenvolveu um modelo para explicar como as empresas determinam os níveis de dividendos a serem pagos, levando em conta tanto a rentabilidade atual quanto a política de dividendos do passado (Prazeres; Araújo; Lagioia, 2021). O modelo de Lintner sugeriu que as empresas têm uma meta de pagamento de dividendos baseada em uma proporção dos lucros, mas ajustam gradualmente os dividendos em direção a essa meta ao longo do tempo, resultando em uma suavização dos dividendos e evitando grandes variações de um ano para outro.

A teoria da suavização dos dividendos também sugere que os gestores de empresas são avessos a cortar dividendos, mesmo em tempos de dificuldades financeiras, devido ao forte sinal negativo que isso enviaria ao mercado (Prazeres; Araújo; Lagioia, 2021). Reduções de dividendos são frequentemente vistas como um indicador de problemas financeiros graves ou de perspectivas futuras desfavoráveis, o que pode resultar em quedas significativas no preço das ações da empresa. Esse comportamento reflete diretamente a preocupação dos gestores em manter a confiança dos investidores, evitando interpretações negativas que possam afetar adversamente a avaliação da empresa pelo mercado financeiro (Prazeres; Araújo; Lagioia, 2021).

Nesse sentido, a teoria da suavização dos dividendos explica por que as empresas preferem pagar dividendos de maneira estável e previsível, mesmo diante de flutuações nos lucros. Ao suavizar os dividendos, as empresas buscam reduzir a incerteza percebida pelos investidores e manter a confiança no mercado, sinalizando estabilidade financeira e perspectivas positivas para o futuro (Ribeiro; Colauto, 2016). Essa prática é amplamente observada e aceita como uma estratégia eficaz de gestão financeira corporativa.

### **2.3 Motivação para pagar dividendos acima da obrigatoriedade**

As organizações optam por distribuir dividendos acima do obrigatório estabelecido pelas normas por diversos motivos, que podem incluir estratégias para atrair investidores, sinalizar confiança no desempenho da empresa, fortalecer o relacionamento com os acionistas, entre outros (Amorim; Lima; Brunozi Júnior, 2021). Além disso, a distribuição de dividendos extras pode ser uma maneira de recompensar os acionistas pela confiança depositada na empresa e incentivar o aumento do valor das ações, o que, por sua vez, aumenta a demanda e o interesse pelos papéis da empresa (Silva et al., 2023).

Silva et al. (2023) sugerem que a distribuição de dividendos acima do obrigatório pode fazer parte da estratégia de mercado da empresa para aumentar sua atratividade aos investidores e melhorar sua imagem corporativa. Isso pode ser especialmente relevante em setores altamente competitivos ou em momentos de instabilidade econômica.

Para Grullon, Michaely e Swaminathan (2002), as organizações com uma sólida posição financeira, caracterizada por reservas de caixa substanciais e baixo endividamento, podem sentir-se mais confortáveis em distribuir dividendos extras, sem comprometer sua capacidade de investimento e crescimento. Se os acionistas esperam receber dividendos mais altos com base no desempenho da empresa, a administração pode optar por distribuir dividendos extras para atender a essas expectativas e manter a confiança dos investidores.

No cenário nacional, o nível mínimo de pagamento de dividendos pelas empresas está definido na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) e em normas complementares estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De acordo com essas normas, os acionistas têm direito a receber um dividendo obrigatório em cada exercício financeiro, o qual pode ser estipulado no estatuto social da empresa. Quando o estatuto social não estabelece o montante específico a ser distribuído como dividendo obrigatório, a lei prevê que este não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado do exercício, conforme definido no artigo 202 da Lei das S.A. Esse lucro líquido é apurado após a dedução de despesas, impostos e outras obrigações legais (Brasil, 1976).

Silva et al. (2023) dizem que, além do nível mínimo de pagamento de dividendos estabelecido pela legislação brasileira, é importante considerar outros aspectos que influenciam a política de distribuição de proventos pelas empresas. Cada empresa é única e pode ter suas próprias razões para adotar uma determinada política de dividendos, levando em conta sua situação específica e o ambiente de mercado em que atua.

## **2.4 Fatores de firma que levam as empresas a distribuírem proventos**

### *2.4.1 Proventos anteriores*

Para Miller e Modigliani (1961), as empresas tendem a manter uma política estável de dividendos ao longo do tempo, ajustando-os de acordo com os lucros correntes e preservando uma trajetória suave, mesmo diante de flutuações nos resultados. Esse comportamento reflete a preferência dos acionistas por dividendos constantes. Estudos como o de Fama e French (2001) mostraram que empresas que historicamente pagam altos dividendos tendem a continuar com essa prática no futuro, devido à expectativa dos investidores e à necessidade de manter a confiança do mercado.

Outro ponto importante é destacado por Rozeff (1982), que sugere que os proventos anteriores podem ser usados pelos investidores como um indicador da saúde financeira da empresa. Empresas que mantêm uma política consistente de dividendos podem ser vistas como mais estáveis e maduras, enquanto variações nos dividendos podem indicar maior volatilidade ou incerteza. O estudo de Tinungki, Robiyanto e Hartono (2022) examinou a relação entre a política de dividendos e as decisões gerenciais, enfatizando o papel dos proventos anteriores. A pesquisa revelou que a manutenção de altos dividendos funciona como um sinal positivo de estabilidade financeira para os investidores, especialmente em períodos de crise, como o contexto da pandemia de COVID-19. A investigação sugere que os dividendos passados não apenas refletem o desempenho anterior, mas também contribuem para moldar as expectativas futuras do mercado. Empresas que mantêm ou aumentam dividendos demonstram confiança em sua estabilidade financeira, influenciando positivamente decisões de investimento. Neste sentido, surge a hipótese:

H1: Existe uma relação positiva entre os proventos anteriores e a política de dividendos futuros das empresas.

### *2.4.2 Rentabilidade*

Empresas com níveis consistentemente altos de rentabilidade tendem a ter mais flexibilidade na determinação da política de dividendos (Jensen; Meckling, 1976). Isso ocorre porque uma alta rentabilidade proporciona à empresa lucros disponíveis para distribuição, sem comprometer suas

operações ou sua capacidade de financiar investimentos futuros (Kaveski et al., 2017). Nesse sentido, esse cenário permite maior autonomia de alocação de recursos, reduzindo a dependência de fontes externas de financiamento.

Aivazian, Booth e Cleary (2003) analisaram empresas nos Estados Unidos e em mercados emergentes, descobrindo uma relação entre o pagamento de dividendos e a variável rentabilidade. Eles observaram que empresas com alta rentabilidade tendem a distribuir dividendos mais elevados, refletindo sua capacidade de gerar lucros em relação ao capital investido. Empresas mais rentáveis geralmente dispõem de mais recursos financeiros após cobrir suas despesas operacionais e investimentos necessários. Isso proporciona uma base para a implementação de políticas de dividendos consistentes e sustentáveis, que são valorizadas pelos investidores em termos de previsibilidade de retorno sobre seus investimentos (Rifat; Bushra; Nisha, 2020). Diante disso, surge a segunda hipótese:

H2: A rentabilidade impacta positivamente a política de proventos da empresa.

#### *2.4.3 Investimentos*

Segundo Lintner (1956), as decisões sobre dividendos e investimentos são fortemente interdependentes. Quanto maior a necessidade de capital para financiar projetos de investimento, menor a parcela destinada à remuneração dos acionistas. Em outras palavras, investimentos com valor presente líquido positivo exigem liquidez imediata e previsibilidade dos recursos ao longo do tempo, o que leva a empresa a reter uma parcela maior de seus lucros para garantir a continuidade desses projetos.

Os investimentos estão relacionados à capacidade de geração de receita e à sustentabilidade do crescimento da empresa. Easterbrook (1984) argumenta que o pagamento de dividendos obriga os gestores a levantar recursos com mais frequência do que fariam sem o pagamento desses proventos. Nesse contexto, o pagamento de dividendos torna-se uma variável residual, na qual a empresa distribui aos acionistas apenas o valor que não compromete seus planos de crescimento (Kouki, 2017). Dessa forma, surge a terceira hipótese deste estudo:

H3: O aumento dos investimentos tem relação negativa com a distribuição de dividendos.

#### *2.4.4 Alavancagem financeira*

A alavancagem financeira refere-se à utilização de recursos financeiros, principalmente dívida, para aumentar o retorno potencial de um investimento. Um alto índice de endividamento pode levar as empresas a reduzirem o nível de distribuição de dividendos para garantir que tenham capital suficiente para cumprir suas obrigações (Rozeff, 1982). Isso sugere que a decisão de distribuir dividendos é influenciada não apenas pelos lucros disponíveis, mas também pela estrutura de capital da empresa e pela necessidade de gerenciar adequadamente seu perfil de risco financeiro. Empresas com níveis elevados de endividamento podem optar por reter a maior parte dos lucros para fortalecer sua posição financeira e manter a confiança dos credores, resultando em uma política de dividendos mais conservadora em comparação com empresas menos alavancadas.

Para Jensen e Meckling (1976), a relação entre alavancagem financeira e distribuição de dividendos reflete a interação entre custos corporativos e mecanismos de sinalização. Altos níveis de

alavancagem podem limitar os pagamentos de dividendos, à medida que as empresas priorizam o cumprimento de suas obrigações de dívida para evitar dificuldades financeiras. Essa priorização reflete uma estratégia de gestão de risco financeiro, em que a manutenção da saúde financeira da empresa e a preservação da capacidade de acesso ao crédito são prioritárias. Nesse sentido, surge a seguinte hipótese:

H4: A alavancagem financeira afeta negativamente a política de dividendos da empresa.

#### *2.4.5 Fluxo de caixa livre*

Jensen (1986) argumenta que, ao distribuir dividendos, as empresas reduzem os recursos disponíveis para os gestores, minimizando o risco de investimentos imprudentes e garantindo que o capital seja utilizado de maneira eficiente, o que pode resultar em maior rentabilidade.

Empresas com elevado fluxo de caixa livre frequentemente pagam dividendos elevados. A hipótese do trade-off, discutida por Fama e French (2002), sugere que a decisão de pagar dividendos deve equilibrar a distribuição de lucros com a retenção para investimentos futuros. Rogers (2004) aponta que o fluxo de caixa livre é baseado no fluxo de caixa operacional, ou seja, aquele proveniente das operações da empresa após os impostos, sem considerar a estrutura de financiamento.

Mota, Moura e Martins (2023) destacam que, considerando a existência de conflitos entre administradores e acionistas, o fluxo de caixa livre pode ser utilizado como uma ferramenta para aliviar os problemas de agência. De acordo com esse pressuposto, um desembolso de caixa reduz os fundos disponíveis para os gestores, incentivando-os a evitar investimentos que destruam valor ou aplicações ineficientes do fluxo de caixa. Dessa forma, a distribuição de dividendos atua como um mecanismo disciplinador na gestão dos recursos corporativos (Mota; Moura; Martins, 2023). Nesse sentido, surge a seguinte hipótese:

H5: O fluxo de caixa livre impacta positivamente a política de dividendos de uma empresa.

#### *2.4.6 Liquidez*

A liquidez é uma medida que avalia a capacidade das empresas de honrar seus compromissos e sobreviver (Ross, 2013). A falta de liquidez pode levar uma empresa à falência, pois ela não consegue atender às suas obrigações e compromissos financeiros em tempo hábil (Eggertsson; Krugman, 2012). Trata-se de uma métrica importante para avaliar a saúde financeira de uma empresa, pois permite que investidores e credores avaliem a capacidade da empresa de atender às suas obrigações e compromissos financeiros em tempo hábil (Ross, 2013).

Para Ahmed e Javid (2008), a liquidez é uma consideração importante nas decisões sobre os dividendos, pois os dividendos representam saída de caixa. Os recursos disponíveis que são utilizados no pagamento de dividendos aos acionistas no curto prazo são conhecidos como dividendos de liquidez. As empresas com melhores posições de liquidez têm maior flexibilidade para distribuir dividendos, enquanto aquelas com liquidez limitada podem adotar abordagens mais cautelosas para preservar capital e evitar dificuldades financeiras (Ahmed; Javid, 2008).

Kumar e Sujit (2018) debatem a influência da liquidez na distribuição de dividendos em companhias indianas. Mercados emergentes apresentam particularidades estruturais e econômicas, como instabilidade regulatória, elevados custos de capital e volatilidade econômica. Na Índia, a

liquidez pode desempenhar um papel crucial na distribuição de dividendos, já que empresas bem capitalizadas podem optar por distribuir dividendos como forma de atrair e manter investidores em um mercado que é relativamente jovem e mais suscetível a variações. Neste sentido, surge a seguinte hipótese:

H6: A liquidez tem uma relação positiva com a política de dividendos da empresa.

#### *2.4.7 Ciclo de vida*

O ciclo de vida das empresas influencia diretamente suas decisões sobre a distribuição de dividendos, constituindo parte importante da gestão financeira estratégica e da criação de valor para os acionistas ao longo do tempo. O ciclo de vida é um conceito fundamental para a compreensão de sua trajetória, desde a sua fundação até a sua eventual maturidade ou declínio (Ross, 2013). Cada fase deste ciclo possui implicações significativas para a empresa, afetando sua capacidade de gerar recursos e, portanto, sua habilidade de distribuir dividendos aos acionistas (Silva et al., 2023).

Na fase inicial do ciclo de vida, a empresa está focada em lançar suas operações, desenvolver produtos ou serviços e conquistar os primeiros clientes (Silva et al., 2023). Os recursos financeiros são frequentemente direcionados a investimentos em pesquisa e desenvolvimento, o que deixa pouco espaço para a distribuição de dividendos. À medida que a empresa avança para a fase de crescimento, o faturamento tende a aumentar, mas ela continua priorizando investimentos para manter o crescimento (Dickinson, 2011). Na fase de maturidade, as operações estão bem estabelecidas, a base de clientes é sólida e os lucros são consistentes (Dickinson, 2011), o que, portanto, torna mais recursos disponíveis para o pagamento de dividendos (El-Ansary; Gomaa, 2012).

O estudo de Nguyen et al. (2021) examinou dados de 474 empresas listadas no Vietnã entre 2008 e 2015. Os achados revelaram que o ciclo de vida das empresas ou sua idade influencia significativamente a política de dividendos. Empresas com longo tempo de operação acumulam experiência em produção e negócios, o que ajuda a minimizar riscos e aumentar os lucros. Nesse sentido, surge a seguinte hipótese:

H7: Empresas em fase de nascimento ou crescimento apresentam relação negativa com a política de dividendos.

#### *2.4.8 Tamanho da empresa*

Fama e Babiak (1968) discutiram como o tamanho da empresa pode influenciar suas políticas de distribuição de dividendos. Os autores afirmam que empresas maiores, por terem mais recursos e melhor acesso ao capital, são mais propensas a distribuir dividendos de forma consistente. Isso ocorre porque empresas maiores geralmente possuem receitas mais estáveis e diversificadas, o que lhes permite manter pagamentos de dividendos mesmo em períodos de menor desempenho financeiro (Fama; Babiak, 1968).

Geralmente, empresas maiores são mais diversificadas, o que resulta em menos variações nos lucros, dando-lhes condições de distribuir dividendos mais elevados. Em contraste, empresas menores frequentemente enfrentam maiores desafios ao distribuir dividendos aos acionistas. Portanto, é esperado que empresas maiores ofereçam pagamentos de dividendos mais altos do que empresas menores (Rifat; Bushra; Nisha, 2020). Neste sentido, surge a seguinte hipótese:

H8: O tamanho da empresa tem uma relação positiva com a política de dividendos das empresas.

#### *2.4.9 Oportunidades de crescimento*

Fama e French (2002) afirmam que empresas com oportunidades substanciais de crescimento podem optar por reter mais lucros para financiar essas oportunidades, em vez de distribuir dividendos. Isso ocorre porque investimentos em crescimento podem aumentar o valor da empresa a longo prazo, tornando mais vantajoso reinvestir os lucros. Jensen (1986) complementa essa ideia, argumentando que empresas com oportunidades significativas de crescimento podem preferir reter lucros para financiar investimentos futuros, mesmo que isso signifique sacrificar dividendos de curto prazo. Isso reflete a visão de que o reinvestimento de lucros pode gerar retornos maiores do que os pagamentos de dividendos.

Com base nas perspectivas de Fama e French (2002) e Jensen (1986), é possível que as oportunidades de crescimento influenciem diretamente a política de dividendos das empresas. Empresas com maior potencial de crescimento tendem a adotar uma política mais conservadora de distribuição de dividendos, priorizando a retenção de lucros para investimentos futuros. Rifat, Bushra e Nisha (2020) afirmam que o potencial de crescimento e a dimensão do negócio das empresas são impulsionadores do pagamento de dividendos. Essa estratégia visa maximizar o valor da empresa a longo prazo. Diante das informações apresentadas, surge a seguinte hipótese:

H9: As oportunidades de crescimento têm relação negativa com a política de dividendos da empresa.

À luz das teorias da Sinalização e da Suavização dos Dividendos argumentamos que os proventos anteriores, rentabilidade, investimentos, alavancagem financeira, fluxo de caixa livre, liquidez, ciclo de vida, tamanho e oportunidades de crescimento influenciam o pagamento de dividendos acima do obrigatório. Para testar empiricamente essas relações, realiza-se uma análise quantitativa que será mais bem discutida na próxima seção.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 Coleta de dados e amostra**

A amostra desta pesquisa abrange empresas de capital aberto listadas na B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, com registro ativo durante o período de 2005 a 2023, com periodicidade anual. No que se refere às características das empresas fonte desse estudo, foram excluídas as que pertencem ao setor financeiro devido às suas especificidades, como o nível de endividamento, as práticas contábeis e o rigor do escrutínio das autoridades (Damodaran, 2012), e as empresas com PL - patrimônio líquido negativo devido à sua propensão à descontinuidade.

A seleção da amostra baseou-se em dados financeiros disponíveis na plataforma Economatica, assegurando a representatividade e a integridade das informações analisadas. Para minimizar o impacto de *outliers* nos dados, foi aplicada a winsorização nos valores percentis entre 1 e 99.

### 3.2 Modelo econométrico e estimador

Nesta seção, detalha-se o modelo econométrico utilizado para identificar os fatores que levam as empresas a distribuírem dividendos acima do obrigatório, conforme Equação 1.

$$\ln\left(\frac{Pr(PROV_{i,t} = 1)}{1 - Pr(PROV_{i,t} = 1)}\right) = \alpha_0 + \beta_1 PROV_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 DSPCA_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 FCL_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CICLO_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$PROV_{i,t}$ : Variável binária se pagou proventos acima do estatuto (1) igual ou abaixo (0), no ano  $t$ ;

$PROV_{i,t-1}$ : Proventos anteriores na empresa  $i$ , no ano  $t-1$ ;

$ROA_{i,t}$ : Rentabilidade na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$DSPCA_{i,t}$ : Despesa de capital (investimento) na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$ALAV$ : Alavancagem financeira na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$FCL_{i,t}$ : Fluxo de caixa livre na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$LIQ_{i,t}$ : Liquidez na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$CICLO_{i,t}$ : Ciclo de vida na empresa  $i$ , no ano  $t$ ;

$TAM_{i,t}$ : Tamanho da empresa  $i$ , no ano  $t$  e

$MB_{i,t}$ : Market to book (Oportunidade de crescimento) na empresa  $i$ , no ano  $t$

O modelo Logit foi escolhido devido à sua capacidade de lidar com a natureza binária da variável dependente e de captar relações não lineares entre as variáveis explicativas e a probabilidade de distribuição de dividendos. A estimação do modelo foi realizada utilizando o método de máxima verossimilhança, que é apropriado para modelos Logit (Hosmer; Lemeshow; Sturdivant, 2013).

### 3.3 Definição das Variáveis do Estudo

#### 3.3.1 Variável dependente: política de proventos

A variável proventos (PROV) foi calculada pela relação dos proventos (dividendos e juros sobre capital próprio - JSCP) e o lucro líquido, com o objetivo de identificar o percentual distribuído. Após o cálculo, foi transformada em uma variável binária. Se esse percentual for acima do estabelecido no estatuto, o valor será 1; se for igual ou menor, o valor será 0, conforme Equação 2.

$$PROV_{i,t} = \frac{Dividendos_{i,t} + JSCP_{i,t}}{Lucro\ Líquido_{i,t}} \quad (2)$$

#### 3.3.2 Variáveis independentes

O Quadro 1 evidencia a operacionalização das variáveis independentes utilizadas neste estudo.

Quadro 1 – Variáveis independentes

| Variável                                     | Sigla          | Operacionalização                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Proventos anteriores                         | $PROV_{i,t-1}$ | $\frac{Dividendos_{i,t-1} + JSCP_{i,t-1}}{Lucro Líquido_{i,t-1}}$                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Rentabilidade (Retorno sobre ativo total)    | $ROA_{i,t}$    | $\frac{Lucro operacional_{i,t}}{Ativo Total_{i,t}}$                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Investimento (Despesas de Capital)           | $DSPCA_{i,t}$  | $\Delta Imobilizado_{i,t} + Depreciação_{i,t}$                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Alavancagem Financeira                       | $ALAV_{i,t}$   | $\frac{Empréstimos e financiamentos de Curto e Longo Prazo_{i,t}}{Ativo total_{i,t}}$                                                                                                                                                                                                                                 |
| Fluxo de Caixa Livre                         | $FCL_{i,t}$    | $Fluxo de caixa Operacional_{i,t} - Despesas de Capital_{i,t}$                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Liquidez Corrente                            | $LIQ_{i,t}$    | $\frac{Ativo Circulante_{i,t}}{Passivo Circulante_{i,t}}$                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Ciclo de Vida                                | $CICLO_{i,t}$  | $(1, se Fluxo de Caixa Operacional > 0; Fluxo de Caixa de Investimentos < 0; Fluxo de Caixa de Financiamento > 0_{i,t}) = Crescimento ou Fluxo de Caixa Operacional < 0; Fluxo de Caixa de Investimento < 0; Fluxo de caixa de Financiamento > 0 = nascimento), caso contrário 0, representando maturidade, declínio$ |
| Tamanho                                      | $TAM_{i,t}$    | $Logaritmo natural de vendas_{i,t}$                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Oportunidade de Crescimento (Market to book) | $MB_{i,t}$     | $\frac{Valor de mercado_{i,t}}{Valor do patrimônio líquido_{i,t}}$                                                                                                                                                                                                                                                    |

## 4 ANÁLISE DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

### 4.1 Fatores de firma que influenciam na distribuição de dividendos acima do obrigatório

A fim de analisar as hipóteses desta pesquisa, foi aplicada uma análise empírica por meio de estimações Logit. A Tabela 1 apresenta os resultados estimados para o período de 2005 a 2023. A significância da estatística do teste de Wald demonstra que os coeficientes utilizados são diferentes de zero ao nível de 1% de significância. O VIF médio é 1,43, o que confirma a baixa multicolinearidade geral no modelo. Os valores de VIF médio inferiores a 2 indicam que o modelo se comporta adequadamente em termos de colinearidade. Por fim, o modelo apresenta um nível de acurácia de 73%, o que evidencia sua eficácia em identificar as empresas que pagaram dividendos acima do obrigatório.

Tabela 1 – Estimções Logit para nível de significância das variáveis de firma

| Variável                               | Coeficiente | Erro Padrão |
|----------------------------------------|-------------|-------------|
| $PROV_{i,t-1}$                         | 2,8410 ***  | 0,1069      |
| $ROA_{i,t}$                            | -0,0460 **  | 0,0200      |
| $DSPCA_{i,t}$                          | 0,3631      | 0,4287      |
| $ALAV_{i,t}$                           | 0,0052 ***  | 0,0015      |
| $FCL_{i,t}$                            | 0,0123 **   | 0,0053      |
| $LIQ_{i,t}$                            | 0,3383      | 0,4693      |
| $CICLO_{i,t}$                          | -1,4541 *** | 0,1141      |
| $TAM_{i,t}$                            | 0,7593      | 0,4816      |
| $MB_{i,t}$                             | 0,7012 ***  | 0,0332      |
| Intercepto                             | -0,9781     | 0,7506      |
| Fator de Inflação da Variância - médio |             | 1,43        |
| Wald                                   |             | 0,0%        |
| Acurácia                               |             | 73%         |
| Sensitividade                          |             | 70%         |
| Especificidade                         |             | 97%         |
| Área sob a curva ROC                   |             | 75%         |
| Ajuste – GOF (Hosmer e Lemeshow)       |             | 12,30       |
| Número de observações                  |             | 2097        |

Notas: Significância estatística a \*\*\*1%, \*\*5% e \*10%

A variável dividendos anteriores apresentou sinal positivo e foi estatisticamente significativa, indicando que distribuições de dividendos passadas influenciam decisões futuras de pagamento. A rentabilidade apresentou sinal negativo e também foi estatisticamente significativa, sugerindo que empresas mais lucrativas tendem a distribuir menos dividendos acima do nível obrigatório, favorecendo a retenção de lucros.

No entanto, a variável investimento não apresentou significância estatística, indicando nenhuma relação consistente com a política de dividendos. A alavancagem apresentou sinal positivo e foi estatisticamente significativa, implicando que empresas mais alavancadas têm maior probabilidade de distribuir dividendos maiores. O fluxo de caixa livre também apresentou sinal positivo e foi estatisticamente significativo, sugerindo que empresas com maior disponibilidade de caixa são mais propensas a pagar dividendos.

A variável liquidez não apresentou significância estatística, indicando que mudanças na liquidez não afetam sistematicamente as distribuições de dividendos. A variável ciclo de vida apresentou sinal negativo e foi estatisticamente significativa, mostrando que empresas em estágios iniciais de desenvolvimento têm menor probabilidade de distribuir dividendos excedentes.

O tamanho da empresa não apresentou significância estatística, sugerindo que o tamanho da empresa não impacta significativamente as decisões de distribuição de dividendos acima do mínimo exigido. Por fim, a variável de oportunidade de crescimento apresentou sinal positivo e foi estatisticamente significativa, indicando que empresas com índices de mercado/valor contábil mais altos são mais propensas a pagar dividendos maiores, refletindo potencialmente uma maior capacidade financeira e geração de valor.

#### 4.2 Testes de Robustez

Ao realizar o teste de robustez, busca-se assegurar a consistência das conclusões sobre os fatores que influenciam essa prática, garantindo que elas permaneçam válidas e confiáveis. O teste tem como objetivo verificar se as variáveis: proventos anteriores, rentabilidade, investimentos, alavancagem, fluxo de caixa livre, liquidez, ciclo de vida, tamanho e oportunidades de crescimento mantêm o impacto sobre a distribuição de dividendos acima do obrigatório quando adicionadas variáveis de mercado, como incerteza econômica (IN.ECON) e o sentimento do investidor (SIV).

A incerteza econômica aumenta a percepção de risco dos gestores. Consequentemente, o aumento do risco eleva o custo de capital e pode tornar os fluxos de caixa futuros mais voláteis (Ben-Nasr et al., 2020). Em resposta, os gestores optam por preservar a liquidez reduzindo ou suspendendo os dividendos para proteger a empresa contra futuras dificuldades financeiras (Duong, 2026). Em relação ao sentimento do investidor, as empresas ajustam suas estratégias de distribuição de dividendos para alinhar-se às expectativas dos investidores, levando em consideração o sentimento predominante no mercado (Bilel; Kouki, 2021).

Como proxy de incerteza econômica, utilizamos o Indicador de Incerteza da Economia, disponibilizado pela Fundação Getúlio Vargas. Enquanto como *proxy* de sentimento, utilizamos o índice de confiança do consumidor, divulgado pela Fecomércio do estado de São Paulo. A pesquisa de Shen, Yu e Zhao (2017) utiliza índice desta natureza como proxy de sentimento. As estimações com a inclusão das duas variáveis de mercado podem ser visualizadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estimações Logit para nível de significância incluindo as variáveis externas incerteza econômica e sentimento do investidor

| Variáveis      | Coefficientes | Erro Padrão |
|----------------|---------------|-------------|
| $PROV_{i,t-1}$ | 2,0410 ***    | 0,1730      |
| $ROA_{i,t}$    | -0,0480 **    | 0,0210      |
| $DSPCA_{i,t}$  | 0,3631        | 0,4287      |
| $ALAV_{i,t}$   | 0,0051 ***    | 0,0016      |
| $FCL_{i,t}$    | 0,01092 **    | 0,0048      |
| $LIQ_{i,t}$    | 0,3356        | 0,4706      |
| $CICLO_{i,t}$  | -1,3307 ***   | 0,1128      |
| $TAM_{i,t}$    | 0,7265        | 0,4878      |
| $MB_{i,t}$     | 0,7140 ***    | 0,3522      |
| IN.ECON        | -0,0198 **    | 0,0081      |

|                                        |         |         |
|----------------------------------------|---------|---------|
| SIV                                    | 0,3972  | 0,3579  |
| Intercepto                             | -0,9942 | 0,7863  |
| Fator de Inflação da Variância - médio |         | 1,55    |
| Wald                                   |         | 0,0%*** |
| Acurácia                               |         | 73%     |
| Sensitividade                          |         | 72%     |
| Especificidade                         |         | 97%     |
| Área sob a curva ROC                   |         | 76%     |
| Ajuste – GOF (Hosmer e Lemeshow)       |         | 11,97   |
| Número de observações                  |         | 2097    |

Notas: Significância estatística \*\*\*1%, \*\*5% e \*10%.

A variável incerteza econômica apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a propensão à distribuição de dividendos acima do obrigatório. O resultado sugere que, à medida que as incertezas aumentam, a probabilidade de as empresas distribuírem dividendos acima do obrigatório diminui.

Os resultados relacionados à variável incerteza econômica são confirmados pela literatura (Duong, 2026). A variável sentimento do investidor (SIV) foi insignificante, indicando que ela não exerce impacto sobre a probabilidade de as empresas distribuírem dividendos acima do obrigatório.

Mesmo com a inclusão das variáveis incerteza econômica e sentimento do investidor (SIV) no modelo, os resultados associados às variáveis da firma não sofreram alterações significativas. Essa estabilidade dos sinais dos coeficientes e da significância estatística das variáveis da firma sugere que os fatores internos à empresa continuam sendo os principais determinantes do comportamento da variável dependente, a distribuição de dividendos acima do obrigatório.

## 5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A variável proventos anteriores apresentou um resultado positivo e significativo, indicando uma forte influência entre proventos passados e futuros. As empresas tendem a adotar uma política estável de dividendos ao longo do tempo. Essa estabilidade é crucial, pois ajustam os dividendos com base nos lucros correntes, mantendo uma trajetória suave, mesmo diante de flutuações nas receitas. Esse comportamento é uma resposta à preferência dos acionistas por dividendos constantes. Empresas que historicamente pagaram altos dividendos são propensas a manter essa prática no futuro (Rozeff, 1982; Miller; Modigliani, 1961; Fama; French, 2001; Sharma, 2020). Nesse sentido, o estudo não rejeita a hipótese 01: Existe uma relação positiva entre os proventos anteriores e a política de dividendos futuros das empresas.

A variável rentabilidade apresentou um coeficiente negativo e significativo, indicando que empresas mais lucrativas e eficientes no uso de seus ativos têm menor probabilidade de distribuir dividendos acima do obrigatório. Os resultados do estudo podem ser explicados pela Teoria da Suavização. Essa teoria sugere que as empresas tendem a ajustar suas políticas de dividendos de maneira a evitar flutuações significativas, buscando manter um nível de dividendos estável ao longo

do tempo (Lintner, 1956; Dalmácio; Rezende; Santos, 2020). O comportamento conservador em relação aos dividendos também pode estar associado a políticas estáveis, de modo que, mesmo em períodos de alta rentabilidade, não resulta em aumento proporcional na distribuição. Ao não distribuir dividendos acima do obrigatório, as empresas evitam a necessidade de recorrer a empréstimos ou emissões de novas ações para financiar suas atividades, o que reduz custos e diluição de propriedade (Harada; Nguyen, 2011). Sendo assim, os resultados rejeitam a hipótese 02: A rentabilidade impacta positivamente a política de proventos da empresa.

A variável investimentos não apresentou significância estatística, ou seja, não exerce influência sobre a probabilidade de as empresas distribuírem dividendos acima do obrigatório. Esse resultado sugere que os investimentos em ativos de longo prazo não impactam as decisões de distribuição acima do mínimo obrigatório. Empresas de mercados emergentes frequentemente enfrentam maiores incertezas econômicas e volatilidade. Em mercados emergentes as empresas tendem a tomar decisões de dividendos com base na necessidade de proteger sua estabilidade financeira, especialmente em um ambiente de incerteza e acesso limitado a recursos externos (Aivazian; Booth; Cleary, 2003). Nesse sentido, os resultados rejeitam a hipótese 03: O aumento nos investimentos tem relação negativa com a distribuição de dividendos.

A alavancagem apresentou um coeficiente positivo e significativo. Isso ocorre porque empresas com maior nível de alavancagem tendem a pagar dividendos mais altos como forma de sinalizar confiança ao mercado e aos investidores. Além disso, a alavancagem pode ser utilizada como uma estratégia para maximizar o valor da empresa ao balancear os custos e benefícios fiscais associados ao pagamento de dividendos, especialmente em cenários de alta rentabilidade e necessidade de capturar valor tributário (Theiri; Ben Hamad; Ben Amor, 2023). No caso de empresas alavancadas, a manutenção ou o aumento dos dividendos pode ser interpretado como um indicativo de confiança na geração de recursos futuros para sustentar tanto o pagamento de dívidas quanto os dividendos. O pagamento consistente de dividendos torna-se uma forma de mitigar o risco percebido e fortalecer a confiança do mercado (Toni; Simorangkir; Goh, 2021). Nesse sentido, o resultado rejeita a hipótese 04: A alavancagem financeira afeta negativamente a política de dividendos da empresa.

O fluxo de caixa livre apresentou um coeficiente positivo e significativo, indicando que as empresas com maior disponibilidade de caixa tendem a adotar políticas de dividendos mais generosas, fortalecendo a confiança dos acionistas e contribuindo para uma governança financeira responsável (Jensen, 1986; Fama; French, 2002; Ahmed; Javid, 2008; Mota; Moura; Martins, 2023). Além disso, sinaliza um fluxo de caixa positivo pode indicar aos investidores que a empresa tem recursos suficientes para remunerá-los e, ao mesmo tempo, manter seu crescimento, alinhando-se à Teoria da Sinalização. Isso contribui para a valorização da empresa e para a criação de uma base de acionistas confiantes quanto à sua capacidade financeira (Spence, 1973; Bhattacharya, 1979). Nesse sentido, os resultados analisados não rejeitam a hipótese 05: O fluxo de caixa livre impacta positivamente a política de dividendos de uma empresa.

A liquidez não apresentou significância estatística. O resultado sugere que a flutuação na liquidez não influencia a propensão da empresa a distribuir dividendos acima do obrigatório. O estudo de Kengatharan (2021), focado em empresas não financeiras, também identificou que a liquidez não afetou significativamente as decisões de pagamento de dividendos. Fatores como crescimento da empresa e perspectivas de investimento frequentemente sobrepõem sua relevância no modelo econômico. Esses resultados indicam que a liquidez pode não ser decisiva quando outras variáveis estratégicas estão presentes. Assim, os resultados rejeitam a hipótese 06: A liquidez tem uma relação positiva com a política de dividendos da empresa.

O ciclo de vida apresentou um coeficiente negativo e significativo. Na fase inicial, as empresas frequentemente enfrentam muitos desafios e limitam a distribuição de dividendos. À medida que avançam para a fase de crescimento e atingem estabilidade financeira, tornam-se mais capazes de distribuir dividendos, embora muitas ainda optem por reinvestir os lucros (Silva *et al.*, 2023). Empresas em fase de crescimento frequentemente enfrentam a necessidade de reinvestir seus lucros para financiar a expansão (Silva *et al.*, 2023). A retenção de lucros permite que a empresa alavanche seu potencial de crescimento sem depender de financiamento externo, o que pode ser vital para sua sobrevivência e sucesso a longo prazo. Nesse sentido, o estudo não rejeita a hipótese 07: Empresas em fase de nascimento ou crescimento apresentam relação negativa com a política de dividendos.

O tamanho da empresa (TAM) não apresentou significância estatística. Esse achado está em linha com pesquisas anteriores (Laim; Nangoy; Murni, 2015; Widodo *et al.*, 2021). Em geral, grandes empresas possuem acesso mais diversificado a fontes de financiamento externo, o que as torna menos dependentes de recursos internos. Além disso, é possível que outros fatores em nível de firma, como rentabilidade, alavancagem e fluxo de caixa livre, possam exercer influência mais direta sobre a decisão de distribuir proventos. Nesse sentido, os resultados do estudo rejeitam a hipótese 08: O tamanho da empresa tem uma relação positiva com a política de dividendos das empresas.

Fama e French (2002) argumentam que empresas com oportunidades de crescimento podem optar por reter lucros em vez de distribuir dividendos, visto que reinvestir os lucros pode aumentar o valor da empresa a longo prazo. Jensen (1986) reforça essa visão, sugerindo que tais empresas priorizam investimentos futuros em detrimento de pagamentos de curto prazo. Consequentemente, as perspectivas de crescimento podem influenciar diretamente a política de dividendos, levando as empresas a adotarem estratégias de distribuição mais conservadoras. Rifat, Bushra e Nisha (2020) acrescentam que o potencial de crescimento e o tamanho da empresa são os principais impulsionadores do pagamento de dividendos, visando maximizar o valor a longo prazo. Nesse sentido, os resultados do estudo rejeitam a hipótese 09: As oportunidades de crescimento tem relação negativa com a política de dividendos da empresa.

## **6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O estudo analisou os fatores que levam as empresas a distribuírem dividendos acima do obrigatório. Empresas com bom histórico de desempenho no pagamento de proventos anteriores, com maior fluxo de caixa, mais alavancadas e com mais oportunidades de crescimento tendem a distribuir dividendos acima do obrigatório como forma de atrair investidores e sinalizar estabilidade. Enquanto empresas mais lucrativas tendem a reter lucros, priorizando a construção de uma reserva de caixa para aumentar sua flexibilidade financeira, essa prática é particularmente relevante em setores sujeitos a incertezas econômicas.

A capacidade das empresas de honrarem suas obrigações de curto prazo (liquidez), o tamanho da empresa (grande, média ou pequena) e empresas com grandes investimentos em ativos fixos não influenciam a probabilidade de as empresas distribuírem dividendos acima do obrigatório. A falta de influência dessas variáveis pode ser interpretada como um reflexo da complexidade da decisão sobre a distribuição de dividendos, em que fatores mais diretamente ligados à geração de caixa e à estrutura financeira têm maior peso. Nesse sentido, o modelo sugere que a política de dividendos das empresas é multifacetada, envolvendo tanto decisões financeiras estratégicas quanto influências externas, como a percepção do mercado e a necessidade de manter uma boa imagem junto aos acionistas.

As empresas podem usar esses *insights* para atrair investidores avessos ao risco, interessados em retornos consistentes, sem comprometer a flexibilidade necessária para reinvestir em projetos que impulsionem o crescimento sustentável. Para a literatura, o estudo reforça a relevância de teorias como a da sinalização e a da suavização de dividendos, demonstrando sua aplicação prática em empresas brasileiras. Isso é particularmente relevante em mercados emergentes, onde a transparência e a confiança desempenham um papel crucial na atração de investidores.

Do ponto de vista do mercado e dos investidores, a pesquisa destaca a importância de políticas consistentes de dividendos como um diferencial competitivo que pode influenciar decisões de investimento e percepção de valor. Para gestores, os resultados fornecem um guia estratégico para aprimorar decisões financeiras e fortalecer a governança corporativa.

Quanto às limitações do estudo, destaca-se que variáveis como taxa de juros, inflação, e efeitos setoriais não foram consideradas. A quantidade de empresas também não permite generalizações. Para estudos futuros, recomenda-se a utilização de abordagens mais avançadas, como modelos de dados em painel dinâmico, que permitam capturar tanto os efeitos temporais quanto a heterogeneidade específica entre empresas.

## REFERÊNCIAS

AHMED, H.; JAVID, A. Dividend policy and payout ratio: evidence from Karachi Stock Exchange. **The Lahore Journal of Economics**, v. 13, n. 2, p. 1-23, 2008.

AIVAZIAN, V. A.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003.

AMORIM, G.; LIMA, N. C.; BRUNOZI JÚNIOR, A. C. Distribuição de dividendos e valor de empresas listadas na B3. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.14, n.3 p. 003-018, 2021.

ANDRIKOPOULOS, P.; EL-ANSARY, O.; HASSAN, W. I. The propensity to pay dividends: empirical evidence from the MENA region. **International Journal of Banking, Accounting and Finance**, v. 11, n. 1, p. 136, 2020.

BEN-NASR, H.; BOUSLIMI, L.; EBRAHIM, M. S.; ZHONG, R. Political uncertainty and the choice of debt sources. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 64, 2020.

BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259, 1979.

BILEL, H. Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment? **Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship**, v. 14, n. 3, p. 275-288, 2020.

BILEL, H.; KOUKI, M. What can explain catering of dividend? Environment information and investor sentiment. **Journal of Economics and Finance**, v. 45, n. 3, p. 428-450, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1007/s12197-021-09540-0>.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, supl., p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 24 out. 2026.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SANTOS, R. B. Mecanismos de governança corporativa e recomendações dos analistas de mercado: novas evidências a partir da perspectiva da Teoria da Sinalização. **Revista Universo Contábil**, v. 16, n. 3, p. 121, 2020.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets**. 3. ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2012.

DICKINSON, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-10130>.

DUONG, A. T. T. Dividend payout decisions under economic policy uncertainty: the case of Vietnamese listed companies. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 23, n. 2, p. 500-511, 2026. DOI: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.23\(2\).2026.36](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.23(2).2026.36).

EASTERBROOK, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

EGGERTSSON, G. B.; KRUGMAN, P. *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach*. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 127, n. 3, p. 1469-1513, 2012.

ELBANNAN, M. A. Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. **International Review of Economics & Finance**, v. 69, p. 350-373, 2020.

EL-ANSARY, O.; GOMAA, T. The life cycle theory of dividends: evidence from Egypt. **International Research Journal of Finance and Economics**, n. 97, p. 72-80, 2012.

FAMA, E. F.; BABIAK, H. Dividend Policy: An Empirical Analysis. **Journal of the American Statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, 1968.

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

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

GAY, A. L.; BRIZOLLA, M. M. B. Relação do desempenho econômico-financeiro com a política de dividendos em empresas brasileiras. In: SIMPÓSIO LATINO-AMERICANO DE ESTUDOS DE DESENVOLVIMENTO REGIONAL, 1., 2018, Ijuí. **Anais [...]**. Ijuí: Unijuí, 2018. Disponível em: <https://publicacoeseventos.unijui.edu.br/index.php/slaedr/article/download/10613/9288/41460>. Acesso em: 24 out. 2026.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity? **The Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, 2002.

HARADA, K.; NGUYEN, P. Ownership concentration and dividend policy in Japan. **Managerial Finance**, v. 37, n. 4, p. 362-379, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1108/03074351111115313>.

HOAGLAND, H. E. **Corporation finance**. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 1947.

HOSMER, D. W.; LEMESHOW, S.; STURDIVANT, R. X. **Applied Logistic Regression**. 3. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2013.

JAVAKHADZE, D.; FERRIS, S. P.; SEN, N. An international analysis of dividend smoothing. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 200-220, 2014.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1053, set. 1985.

KAVESKI, I. D. S.; CARPES, A. M. S.; MORAES, T. M.; ZITTEI, M. V. M. Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas listadas em bolsa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 11, n. 2, 2017. DOI: <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v11i2.18380>.

KENGATHARAN, L. Determinants of dividend policy in Sri Lanka: the panel data analysis. **Asia-Pacific Management Accounting Journal**, v. 16, n. 2, p. 289-313, Aug. 2021. DOI: <https://doi.org/10.24191/APMAJ.V16i2-11>.

KOUKI, M. On the dynamic interaction between dividend and investment decisions: evidence from tunisian listed firms. **International Journal of Business**, v. 22, n. 4, 2017.

KUMAR, B. R.; SUJIT, K. S. Determinants of dividends among Indian firms: an empirical study. **Cogent Economics & Finance**, v. 6, n. 1, p. 1423895, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1423895>.

LAIM, W.; NANGOY, S. C.; MURNI, S. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan yang terdaftar di indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. **Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi**, v. 3, 2015.

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

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961. DOI: <https://doi.org/10.1086/294442>.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MOTA, S. L.; MOURA, F. F.; MARTINS, O. S. Reação do mercado ao anúncio do pagamento de dividendos: o que explicam as teorias da sinalização e do fluxo de caixa livre? **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 42, n. 2, p. 1-18, 2023.

NGUYEN, A. H.; PHAM, C. D.; DOAN, N. T.; TA, T. T.; NGUYEN, H. T.; VAN TRUONG, T. The effect of dividend payment on firm's financial performance: an empirical study of Vietnam. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 8, 2021. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm14080353>.

PRAZERES, R. V.; ARAÚJO, J. G.; LAGIOIA, U. C. T. Suavização de dividendos no Brasil: uma verificação dos efeitos resultado e substituição. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 1, p. 51-67, 2021.

RIBEIRO, F.; COLAUTO, R. D. A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, p. 55-66, 2016.

RIFAT, A.; BUSHRA, A.; NISHA, N. Factors that drive dividend payout decisions: an investigation in the context of Bangladesh. **Afro-Asian Journal of Finance and Accounting**, v. 10, n. 3, p. 380-408, 2020.

ROGERS, P. Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 11., 2004, Porto Seguro. **Anais [...]**. Porto Seguro: Associação Brasileira de Custos, 2004. p. 1-17. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/viewFile/2290/2290>. Acesso em: 24 out. 2026.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23, 1977.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Fundamentos de administração financeira**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

ROZEFF, M. S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.

SHARMA, R. K. Factors influencing dividend decisions of Indian construction, housing and real estate companies: an empirical panel data analysis. **International Journal of Finance & Economics**, v. 26, n. 4, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.2087>.

SHEN, J.; YU, J.; ZHAO, S. Investor sentiment and economic forces. **Journal of Monetary Economics**, v. 86, p. 1-21, 2017.

SILVA, S. F. da; SARLO NETO, A.; ZARO, C. S.; REINA, D. Remuneração aos acionistas: a influência da divulgação dos dividendos e juros sobre capital próprio sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis. **Revista de Gestão e Secretariado**, v. 14, n. 9, 2023. DOI: <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i9.2799>.

SPENCE, M. Job Market Signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355, 1973.

THEIRI, S.; BEN HAMAD, S.; BEN AMOR, M. Dividend policy and crisis: exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. **Heliyon**, v. 9, n. 10, 2023.

TINUNGKI, G. M.; ROBIYANTO, R.; HARTONO, P. G. The Effect of COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy in Indonesia: the static and dynamic panel data approaches. **Economies**, v. 10, n. 1, 2022. DOI: <https://doi.org/10.3390/economies10010011>.

TONI, N.; SIMORANGKIR, E. N.; GOH, T. S. Dividend policy as moderating variable to the consumer goods company on the indonesia stock exchange. **Binus Business Review**, v. 12, n. 3, p. 189-196, 2021. DOI: <https://doi.org/10.21512/bbr.v12i3.6815>.

WIDODO, F. P. T.; PRAPTAPA, A.; SUPARLINAH, I.; SETYORINI, C. T. The effect of company size, institutional ownership, profitability and leverage on dividends payout ratio. **Journal of Contemporary Accounting**, v. 3, n. 2, p. 77-87, 2021. DOI: <https://doi.org/10.20885/jca.vol3.iss2.art3>.

.