

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MÁRCIO HANDERSON BENEVIDES DE FREITAS**

**CICLO DE VIDA, SUAVIZAÇÃO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Evidências de  
Mercados da América Latina**

**Recife  
2019**

**MÁRCIO HANDERSON BENEVIDES DE FREITAS**

**CICLO DE VIDA, SUAVIZAÇÃO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Evidências de  
Mercados da América Latina**

Dissertação apresentada como requisito para  
obtenção de título de mestre referente ao curso  
de Mestrado em Contabilidade do Programa de  
Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE.

**Área de Concentração:** Ciências Contábeis /  
Finanças

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins

**Recife  
2019**

Catálogo na Fonte  
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

F866c

Freitas, Márcio Handerson Benevides de

Ciclo de vida, suavização e política de dividendos: Evidências de Mercados da América Latina / Márcio Handerson Benevides de Freitas. - 2019.

81 folhas: il. 30 cm.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Vinícius Gomes Martins.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA, 2019.

Inclui referências.

1. Política de dividendos. 2. Suavização de dividendos. 3. Ciclo de vida das empresas. I. Martins, Luiz Vinícius Gomes (Orientador). II. Título.

657 CDD (22. ed.)

UFPE (CSA 2019 – 046)

MÁRCIO HANDERSON BENEVIDES DE FREITAS

**CICLO DE VIDA, SUAVIZAÇÃO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Evidências de  
Mercados da América Latina**

Dissertação ou Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em: 28/02/2019.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof.º Dr. Vinicius Gomes Martins (Orientador)  
Universidade Federal de Pernambuco

---

Prof. Dr. Wilton Bernardino da Silva (Examinador Interno)  
Universidade Federal de Pernambuco

---

Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão (Examinador Externo)  
Universidade Federal da Paraíba

## RESUMO

Os dividendos são considerados uma das mais importantes decisões financeiras empresariais, associados muitas vezes às políticas de investimento e de financiamento. Este trabalho tem como objetivo analisar o comportamento da suavização e política de dividendos nos diferentes estágios de ciclo de vida de companhias abertas listadas em Bolsas de Valores da América Latina (Argentina; Brasil, Chile, México e Peru). O período amostral analisado abrange de 2010 a 2017. A amostra final consiste em 508 empresas, dos cinco países da América Latina considerados, apresentando um total de 3.945 observações. Para atender o objetivo desta dissertação, utilizou-se a classificação dos Estágios de Ciclo de Vida das Empresas (ECVs), com base nos fluxos de caixa desenvolvidos por Dickinson (2011); quanto à definição da política de dividendos, utilizou-se como *proxy* o *dividend payout*; e para analisar a suavização de dividendos (*dividend smoothing*), fez-se o uso do modelo de ajustamento de dividendos de Lintner (1956). Utilizaram-se também as seguintes variáveis de controle: tamanho, endividamento, *Market-to-Book* (MtB) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Quanto aos instrumentos de análise, foram empregados os seguintes procedimentos: análises de correlação, regressão linear múltipla e regressão quantílica. Sendo executados dois modelos gerais: i) o primeiro teve por base o *Dividend Payout* que é a *proxy* utilizada para a política de dividendos, em que se analisou a relação dos ECVs com a política de dividendos das empresas; e ii) no segundo se modelo analisou a relação dos ECVs com a suavização de dividendos por parte das empresas. Como principais resultados desta pesquisa, apurou-se que em relação à política de dividendos, os resultados encontrados para os países da América Latina demonstraram que estes tenderiam a apresentar menor nível de *payout* na fase de introdução; e um maior nível de *payout* na fase de maturidade. Das variáveis de controle utilizadas, observou-se que o tamanho e o endividamento foram as que apresentaram maior significância estatística na análise do *payout* nos ECVs. No que tange à análise da suavização de dividendos, os resultados encontrados indicam que os países da América Latina apresentam velocidade de ajustamento dos dividendos, SOA (Speed of Adjustment), médio mais próximo à zero, apresentando indicativos da existência de uma maior suavização de dividendos, e menor velocidade de incorporação de dividendos nos resultados das empresas. Notou-se que as empresas suavizam o pagamento de dividendos em todos os estágios dos ciclos de vida, entretanto, em maior intensidade nos estágios de introdução, crescimento, declínio, turbulência e em menor grau no estágio de maturidade. Esse resultado corrobora a teoria, uma vez que, é esperado que as empresas possuam distinção na velocidade de

incorporação de resultados e distribuição de dividendos, a depender do estágio em que se encontram. Como diferencial este trabalho trouxe a análise da SOA nos estágios de ciclo de vida, fato que abrange uma nova perspectiva sobre a suavização de dividendos nas empresas da América Latina.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Suavização de Dividendos. Ciclo de Vida das Empresas.

## ABSTRACT

Dividends are considered one of the most important business financial decisions, often associated with investment and financing policies. The objective of this study was to analyze the smoothing behavior and dividend policy in the different stages of the life cycle (LCS) of listed companies listed on Latin American Stock Exchanges (Argentina, Brazil, Chile, Mexico and Peru). The sample period analyzed was from 2010 to 2017. The final sample consisted of 508 companies from the five Latin American countries considered, presenting a total of 3,945 observations. In order to meet the objective of this dissertation, we used the classification of the Life Cycle Stages of Companies (LCS), based on the cash flows developed by Dickinson (2011); the definition of the dividend policy was used as proxy dividend payout; and to analyze dividend smoothing the use of the dividend adjustment model of Lintner (1956) was made. The following control variables were also used: size, indebtedness, Market-to-Book (MtB) and Return on Equity (ROE). As for the instruments of analysis, the following procedures were used: correlation analyzes, multiple linear regression and quantile regression. Two general models were implemented: i) the first one was based on Dividend Payout, which is the proxy used for the dividend policy, in which the relationship of LCSs with corporate dividend policy was analyzed; and ii) the second model analyzed the relationship of LCSs with the smoothing of dividends by companies. As main results of this research, it was verified that regarding the dividend policy the results found for the countries of Latin America showed that these would tend to present lower level of payout in the introduction phase; and a higher level of payout in the maturity stage. From the control variables used, it was identified that size and indebtedness were the ones that presented the highest statistical significance in the analysis of payouts in LCSs. Regarding the analysis of dividend smoothing, the results indicate that the countries of Latin America have a speed of adjustment of dividends, SOA (Speed of Adjustment), average closer to zero, indicating the existence of greater dividend smoothing and lower speed of incorporating dividends into the companies' results. It was observed that companies soften the payment of dividends in all stages of life cycles, however, more intensely in the stage of introduction, growth, decline, turbulence and lower in the stage of maturity. This result corroborates the theory, since it is expected that companies will distinguish the speed of incorporation of results and distribution of dividends depending on the stage in which they are. As a differential, this work brought the analysis of the SOA in the life cycle stages, a fact that brought a new perspective on the softening of dividends in Latin American companies.

Keywords: Dividend Policy. Dividend Smoothing. Business Life Cycle.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Composição da amostra.....	36
Tabela 2 - Descritiva dos dados ECVs .....	46
Tabela 3 - Descritiva dos dados ECVs por país .....	47
Tabela 4 - Matriz de correlação das variáveis de Política de Dividendo; Controle e ECVs .....	49
Tabela 5 - Matriz de correlação das variáveis de Suavização de Dividendo e ECVs .....	49
Tabela 6 - <i>FULL</i> - Distribuição de percentis das empresas por ECVs.....	52
Tabela 7 - BRASIL - Distribuição de percentis das empresas por ECVs .....	52
Tabela 8 - MÉXICO - Distribuição de percentis das empresas por ECVs.....	53
Tabela 9 - ARGENTINA - Distribuição de percentis das empresas por ECVs .....	53
Tabela 10 - CHILE - Distribuição de percentis das empresas por ECVs.....	54
Tabela 11 - PERU - Distribuição de percentis das empresas por ECVs .....	54
Tabela 12 - Análise da política de dividendos por meio de OLS e Quantílica sem variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	58
Tabela 13 - Análise da política de dividendos para todos os 5 países da América Latina, por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	60
Tabela 14 - Análise da política de dividendos para a Argentina por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	61
Tabela 15 - Análise da política de dividendos para o Brasil por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	62
Tabela 16 - Análise da política de dividendos para o México por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	63
Tabela 17 - Análise da política de dividendos para o Peru por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	64
Tabela 18 - Análise da política de dividendos para o Chile por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017. ....	65
Tabela 19 - Análise da suavização de dividendos por meio de OLS, para todos os 5 países da América Latina e de forma individualizada – 2010 a 2017.....	69

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Ligações econômicas entre padrões de fluxo de caixa.....	23
Quadro 2 - Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida.	27
Quadro 3 - Quantidade de empresas por país - 2010-2017. ....	36
Quadro 4 - Classificação dos estágios de ciclo de vida baseado em Dickinson (2011).	37
Quadro 5 - Quadro resumo das variáveis de controle. ....	42

## LISTA DE ABREVIATURAS

AL	América Latina
BRIC	Brasil, Rússia, Índia e China
ECVs	Estágios de Ciclo de Vida
EUA	Estados Unidos da América
LCS	<i>Life Cycle Stages of Companies</i>
MtB	<i>Market-to-Book</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
SOA	Speed of Adjustment (Velocidade de Ajustamento)
ROE	Return on Equity (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
<b>2 OBJETIVOS .....</b>	<b>17</b>
2.1 GERAL .....	17
2.2 ESPECÍFICOS .....	17
<b>3 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>18</b>
3.1 ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL .....	18
<b>3.1.1 Estágios do ciclo de vida.....</b>	<b>20</b>
3.2 TEORIA DO CICLO DE VIDA DOS DIVIDENDOS .....	24
3.3 POLÍTICA E SUA VIZAZÃO DE DIVIDENDOS.....	25
3.4 ESTUDOS ANTERIORES.....	30
<b>4 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS .....</b>	<b>35</b>
4.1 COLETA DE DADOS E AMOSTRA .....	35
4.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA .....	37
<b>4.2.1 Ciclo de Vida .....</b>	<b>37</b>
<b>4.2.2 Política de dividendos.....</b>	<b>38</b>
<b>4.2.3 Suavização de dividendos.....</b>	<b>39</b>
<b>4.2.4 Variáveis de controle .....</b>	<b>40</b>
4.2.4.1 <i>Tamanho</i> .....	40
4.2.4.2 <i>Endividamento</i> .....	40
4.2.4.3 <i>Market-to-Book</i> .....	41
4.2.4.4 <i>Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)</i> .....	41
4.3. ANÁLISES DESCRITIVAS E MODELOS ECONOMÉTRICOS .....	43
<b>4.3.1 Estatística descritiva e exploratória dos dados .....</b>	<b>43</b>
<b>4.3.2. Modelos Econométricos .....</b>	<b>43</b>
4.3.2.1. <i>Modelos para análise da relação entre política de dividendos e ECVs</i> .....	43
4.3.2.2. <i>Modelos para análise da relação entre suavização de dividendos e ECVs</i> .....	45
<b>5 RESULTADOS .....</b>	<b>46</b>
5.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS .....	46
5.2 RESULTADOS DA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E ECVS .....	55
5.3 REGRESSÃO SUA VIZAZÃO DE DIVIDENDOS - LINTNER.....	66
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>75</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Na literatura financeira, a temática da decisão sobre a política de dividendos constitui uma abordagem relevante no contexto das finanças empresariais. A política de dividendos consiste na terceira maior decisão nesse âmbito, precedida apenas das políticas de investimento e financiamento (VAN HORNE, 1998).

Segundo Procianoy e Poli (1993), a política de dividendos pode ser entendida como sendo a decisão tomada pela administração da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção de lucros. Para esses autores, considerando apenas os fatores segurança e risco, o gestor privilegia a manutenção da posição de caixa, preferindo reter a distribuir. Nesta mesma linha de conceituação, Assaf Neto e Lima (1997, 2010) afirmam que a política de dividendos “refere-se ao montante e à distribuição do pagamento de dividendos aos acionistas no tempo” e está inserida em uma dualidade: reter o fluxo de pagamentos presentes, visando um retorno futuro, ou proporcionar desembolsos presentes, adiando seus investimentos.

Esse tipo de decisão tem impacto direto nas estratégias de financiamento e investimento da empresa (BREALEY e MYERS, 1992), pois, ao distribuir lucros, a empresa proporciona maior retorno aos seus acionistas, preterindo o investimento em seu próprio benefício (LINTNER, 1956). Portanto, a política de dividendos é tida como uma das decisões mais importante na vida das empresas.

A questão sobre a política de dividendos continua a despertar o interesse de pesquisadores e se mantém relevante, não só para a administração, que deve decidir sobre a distribuição dos resultados, mas também por parte dos acionistas, que esperam receber seus dividendos de forma constante e progressiva (BRIGHAM e HOUSTON, 1999; SALSA, 2009; WANG *et al.* 2011 e MAJOR, ÅNGBÄCK, 2017). A expectativa por parte dos acionistas, de receber dividendos sem muita variabilidade, faz com que as empresas utilizem estratégias, de modo a manter a distribuição destes dividendos de forma relativamente constante (suavização de dividendos). A suavização de dividendos pode ser entendida como sendo a prática de manter o nível de distribuição de dividendos (*payout*) constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014) e foi estudada e documentada, inicialmente, em meados da década de 1950, com o trabalho de Lintner (1956).

Lintner (1956) relata uma maior preocupação dos gestores no tocante a suavização dos dividendos e a variação do *payout ratio*, do que no valor efetivamente pago em moeda. Ainda segundo Lintner (1956), a concepção dos gestores é a de que o mercado precifica melhor as

companhias que possuem dividendos constantes e, portanto, alterações nas políticas de dividendos (índices *payout*) devem ser feitas gradativamente e de forma conservadora, para que não provoquem fortes reações do mercado.

Para Lintner (1956), embora os lucros sejam elevados, a administração não decidirá sobre um aumento correspondente de dividendos (*payout* incremental) até que o aumento do resultado líquido possa ser considerado estável a longo prazo. Em vez disso, a administração tende a definir o pagamento de dividendos do ano atual para refletir o nível de pagamento do ano anterior. Isso ocorre porque a administração assume que os investidores preferem um pagamento de dividendos estável e suavizado, a um pagamento mais volátil (LINTNER, 1956).

Esse processo de alteração de expectativas de dividendos por meio de suas políticas e suavização pode ser percebido nos preços, no tempo e na evolução das empresas (SALSA, 2010; LEARY, MICHAELY, 2011; MAJOR, ANGBÄCK, 2017). Segundo Adizes (1990), as empresas, durante o tempo, vão passando por diversas fases, estas são chamadas de Estágios de Ciclo de Vida (ECV's), e nestas fases elas precisam se adaptar e sobreviver ao mercado e aos concorrentes. Ainda neste processo de evolução, as empresas podem apresentar volatilidades distintas e incertezas nos fluxos de caixa nos diversos estágios dos ciclos de vida, logo, estes podem ter impactos nos retornos acionários, devido às mudanças de adaptação e sobrevivência (AL-HADI *et al.*, 2016; DICKINSON, 2011; KIMBERLY & MILES, 1980).

Segundo Greiner (1998), nos estágios dos ciclos de vida, as empresas apresentam períodos de evolução e revolução. Para que esta vá de um estágio para outro é necessário um período de revolução. Todas as empresas passarão pelo processo de análise dos riscos e tomadas de decisões dentro dos diversos estágios de ciclo de vida, visando tomar as melhores decisões, em busca de melhores resultados.

Lintner (1956) em seu estudo concluiu que os fatores determinantes da política de dividendos eram fundamentalmente o resultado líquido do exercício e o *payout* anterior. Nesse sentido, Mueller (1972) estabelece a teoria do ciclo de vida das empresas e desenvolve uma hipótese a partir dessa teoria sobre o pagamento de dividendos, sugerindo que a política de dividendos de uma empresa deve depender de onde ela está em seu ciclo de vida. Fama e French (2001) aceitam a hipótese desenvolvida por Mueller (1972) relativa ao ciclo de vida das empresas, quando investigaram o declínio dos pagadores de dividendos entre os anos de 1972-1999. Eles acham que as empresas pagadoras de dividendos têm maior lucratividade do

que aquelas não pagadoras, as empresas que não pagam têm as melhores oportunidades de investimento e as pagadoras de dividendos são muito maiores do que aquelas não pagadoras (FAMA e FRENCH, 2001).

Mueller (1972) relata que as empresas jovens devem reinvestir seus lucros para poder crescer e realizar oportunidades de investimento e diminuir a incerteza. Isso está de acordo com o que os acionistas devem querer, já que estes visam possuir ações de empresas que podem obter lucro com produtos competitivos e, em longo prazo, lucrativos. Quando o mercado começa a ficar saturado e a concorrência aumenta, as oportunidades lucrativas de investimento diminuem. Neste momento, é provável que a firma madura e grande tenha um fluxo de caixa substancial, oriundo de investimentos anteriores bem-sucedidos e lucrativos e, portanto, as empresas maduras devem pagar dividendos aos seus acionistas (MUELLER, 1972). Com base nas informações sobre a política de dividendos disponíveis aos investidores, as expectativas deles poderiam ser alteradas, uma vez que se houve uma redução ou aumento nos dividendos, esta alteração se refletiria no preço das ações.

Javakhadze, Ferris e Sen (2014) relatam que, apesar de o início dos estudos sobre suavização de dividendos remontarem à década de 50, com o estudo de Lintner (1956), existem poucos trabalhos que discutem os motivos pelos quais as empresas praticam o *dividend smoothing*. Mesmo em países desenvolvidos, há poucos estudos sobre o tema. Em países emergentes os trabalhos são ainda mais escassos.

Autores como, Wang *et al.* (2011) em Taiwan; Thanatawee (2011) na Tailândia; Coulton e Ruddock (2011) na Austrália; El-Ansary e Gomaa (2012) no Egito; Camdiba (2015) em Portugal; Silva (2015) no grupo dos BRIC, Europa, EUA e Japão e Major, Angbäck (2017) na Suécia, testaram a hipótese do ciclo de vida e política de dividendos nos mercados citados e seus resultados corroboraram a hipótese dos ECV's. Como contraponto, Salsa (2010), analisou empresas europeias de seis países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia) e os resultados não comprovam a hipótese quanto à teoria do ciclo de vida. Todos estes autores tiveram suas análises centradas abordando apenas a relação da política de dividendos e o ciclo de vida, não efetuando a análise da suavização dos dividendos.

Para a questão da suavização de dividendos Leary, Michaely (2011) documentaram por meio de uma análise transversal os determinantes da política de suavização de dividendos e os relacionaram com os estágios dos ciclos de vida das empresas no mercado dos EUA. Os resultados corroboraram a hipótese dos ECV's, uma vez que eles reportaram que empresas

menores e mais jovens, com baixos dividendos, lucros e retornos mais voláteis e previsões de analistas mais dispersas, suavizam os dividendos em menor escala. Assim, as empresas “mais saudáveis”, tidas como “vacas leiteiras”, que apresentam um bom fluxo de caixa, com baixas perspectivas de crescimento, governança mais fraca e maiores participações institucionais, suavizam em maior escala. Adicionalmente observaram que a suavização de dividendos aumentou constantemente nos últimos 80 anos.

No que tange à política de suavização de dividendos, Sousa (2017) e Mosionek-Schweda *et al.* (2017) não abordaram a relação do ciclo de vida com a suavização e a política de dividendos. Nesta dissertação será abordada a relação destes três temas, uma vez que, segundo os estudos e o modelo de Lintner (1956) as empresas decidem sobre sua política de pagamento de dividendos com base em metas de resultados de longo prazo, e efetuam a suavização de dividendos. Os trabalhos encontrados realizaram o estudo destes temas de forma segregada, a política e a suavização de dividendos são assuntos que apresentam relações intrínsecas, como Lintner (1956) reportou.

Para Lintner (1956) as organizações se preocupam, primeiramente, com a estabilidade do pagamento de dividendos, supondo que o mercado acredita fortemente na sinalização dos dividendos e valoriza firmas que possuem uma política de dividendos estável. Damodaran (2001) considera que a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa.

Diante do que já foi exposto e ainda devido aos seguintes fatos: (a) o mercado de capitais brasileiro, incluso no rol dos países emergentes, para Takamatsu (2015) os emergentes seriam países agrupados em função de seu estágio de transição rumo a níveis mais elevados de desenvolvimento em sentido *lato*. Os países emergentes despertam o interesse dentro da economia global (Luzina e Rogova, 2015). Damodaran (2009) relata que os países emergentes possuem características que os tornam relevantes no cenário global, e, portanto os diferem dos ambientes explorados nas pesquisas anteriores; (b) inexistência de trabalhos no ambiente brasileiro e com os países da América Latina que abordem o comportamento das políticas de dividendos e sua suavização nos diferentes estágios do ciclo de vida das empresas, ressaltando que estudos com enfoque nos mercados emergentes são relevantes e oportunos, pois os investidores nestes ambientes possuem um conjunto de informações limitadas, comparativamente aos mercados mais desenvolvidos (ALALI & FOOTE, 2012). Ante o exposto, o presente estudo tem o seguinte problema de pesquisa: **De que forma a suavização e a política de dividendos são afetados pelos diferentes estágios do ciclo de vida de companhias abertas de países da América Latina?**

## **2 OBJETIVOS**

### **2.1 GERAL**

O objetivo geral da presente pesquisa consiste em analisar o comportamento da suavização e da política de dividendos nos diferentes estágios de ciclo de vida de companhias abertas listadas em Bolsas de Valores da América Latina.

### **2.2 ESPECÍFICOS**

- a) Analisar o comportamento da política de dividendos nos ciclos de vida das empresas dos países da América Latina;
- b) Relacionar e comparar, a política de dividendos e a suavização de dividendos aos ciclos de vida das empresas;
- c) Categorizar as empresas estudadas com base no ciclo de vida, de modo a verificar em qual das fases as empresas são mais propensas a fazer suavização de dividendos;
- d) Verificar as relações das três variáveis: estágios do ciclo de vida e suas interações com a política de dividendos e a suavização de dividendos.

### 3 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 3.1 ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL

A teoria do ciclo de vida da empresa, proposta por Mueller (1972), propõe que os recursos, capacidades, estratégias, estruturas e funcionamento da empresa variam significativamente em estágios específicos de desenvolvimento (MILLER & FRIESEN, 1980, 1984; QUINN & CAMERON, 1983). Estudos empíricos recentes sugerem que o ciclo de vida da empresa é uma combinação de características observáveis e inobserváveis, internas e externas, gerenciais e macroeconômicas. Como tal, é um fator inerente e variante no tempo que é capaz de prever a política financeira (por exemplo, política de dividendos, liquidez e estrutura de capital), desempenho da empresa e nível de divulgação (AL-HADI *et al.*, 2016; DEANGELO, DEANGELO & STULZ, 2006; DICKINSON, 2011; FAFF, KWOK, PODOLSKI & WONG, 2016).

Os Estágios do Ciclo de Vida (ECVs) podem ser compreendidos como as mudanças que ocorrem nas empresas, provocadas por fatores internos (ex.: escolha estratégica, recursos financeiros e capacidade gerencial) e externos (ex.: ambiente competitivo e fatores macroeconômicos) (DICKINSON, 2011). Os ECVs das empresas podem ser estudados sob duas perspectivas: uma é a perspectiva gerencial, onde os estágios são observados através das variáveis comportamentais (ex.: estratégia adotada). A outra perspectiva é a contábil-financeira, já que esta utiliza variáveis essencialmente financeiras (ex.: Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)). Assim, o usuário externo consegue identificar o ECV por meio da perspectiva contábil financeira (NECYK, 2008). Na presente dissertação, foi considerada a perspectiva contábil.

Os estágios do ciclo de vida de uma firma podem exercer efeitos significativos sobre os aspectos mercadológicos, estratégias de investimentos e financiamentos em cada fase de vida da empresa. Drake (2015), por exemplo, evidencia que variações nas receitas de venda, retorno sobre ativo, fluxos de caixa e persistência dos lucros são diferentes entre os estágios do ciclo de vida da firma. As pesquisas têm evidenciado a relevância do conteúdo informacional dos relatórios contábeis no processo de avaliação de desempenho dos gestores e da empresa, bem como na precificação das firmas (DECHOW, GE, & SCHRAND, 2010; RICHARDSON, TUNA, & WYSOCKI, 2010).

Dentre os autores que estudam o ciclo de vida pela perspectiva gerencial se destacam Adizes (1990); Frezatti *et al.*, (2010); Miller e Friesen (1980, 1984); e Necyk (2008). São

exemplos de os autores que estudam o ciclo de vida através da perspectiva contábil: Deangelo *et al.* (2006); Alves e Marques (2007); Coulton, Ruddock (2011); Dickinson (2011); e Drake (2015); De Lima *et al.*(2015); Candimba (2015); Girão (2016); Lopo Martinez *et al.* (2016); De Oliveira *et al.* (2018).

Dickinson (2011) utilizou a Demonstração de Fluxo de Caixa para identificar e documentar as características econômicas e comportamentais do mercado. A autora valida o fluxo de caixa como *proxy* de medidas concorrentes para identificar o ciclo de vida das empresas, encontrando o fluxo mais adequado e que se alinha de forma funcional à rentabilidade da firma.

Segundo Dickinson (2011), a teoria econômica identificava os atributos individualmente para definir os ciclos de vida das empresas, como por exemplo, o comportamento de produção (JOVANOVIC, 1982; SPENCE, 1979); a aprendizagem e experiência das empresas (SPENCE, 1981); os investimentos (SPENCE, 1981), entre outros. Dickinson (2011) argumenta que ao combinar as implicações desses estudos, elaborou uma *proxy* parcimoniosa de identificação dos ECVs na empresa. Existem três tipos de fluxo de caixa (operacional, de investimento e financiamento) e cada um pode ter um sinal positivo ou negativo, resultando em oito combinações possíveis, para enquadramento nas cinco etapas do ciclo de vida. O quadro resumo da classificação dos sinais encontra-se na metodologia, item 6.1.

O benefício desta *proxy* de ciclo de vida, fundamentada no fluxo de caixa está na utilização de informações financeiras, sendo baseada em uma única métrica para determinar os ECVs. Os padrões dos fluxos de caixa são o resultado orgânico do desenvolvimento da firma (DICKINSON, 2011). Essa *proxy* permite observar que as empresas podem por exemplo entrar no estágio de declínio a partir de qualquer outro estágio. E também possibilita enquadrar as empresas nos ECVs independente de idade.

Nesta dissertação, as identificações dos ECVs das empresas serão efetuadas, sob a perspectiva contábil-financeira, através da *proxy* elaborada por Dickinson (2011), que utiliza os sinais positivos ou negativos da DFC. Assim, não será considerado que as empresas se movam linearmente, durante seu ciclo de vida.

### 3.1.1 Estágios do ciclo de vida

A literatura sobre a Teoria do Ciclo de Vida Organizacional normalmente segrega a vida das empresas em cinco diferentes estágios/fases (GORT & KLEPPER, 1982; MILLER; FRIESEN, 1984; ALVES; MARQUES, 2007; NECYK, 2008; DICKINSON, 2011), quais sejam: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Costa (2015) fez uma síntese das ligações econômicas que estariam enquadradas em cada um dos estágios/fases, conforme exposto a seguir e no Quadro 1.

A primeira fase é conhecida como Nascimento/Introdução. Neste estágio, a empresa é pequena, com o ambiente homogêneo (NECYK, 2008) e precisa enfrentar a forte concorrência de organizações já estabelecidas, demandando capital para se firmar no mercado e passar para o próximo estágio (GORT; KLEPPER, 1982). Ela não possui informação significativa sobre o mercado, como também não possui informações suficientes sobre o seu processo operacional (fornecedores e clientes) (DE LIMA *et al.* 2015). A empresa ainda não opera com lucro, seus recebíveis e estoques tendem a crescer. O seu fluxo de caixa operacional, portanto, tende a ser negativo. Para garantir o crescimento, a empresa investirá em instalações, fazendo com que o fluxo de caixa de investimentos também seja negativo. Durante esse estágio a firma precisa recorrer a fontes externas para cobrir a necessidade de caixa decorrente de suas atividades, justificando o fluxo de caixa de financiamento positivo (ALVES; MARQUES, 2007). “A empresa maximiza o crescimento da receita no início de seu ciclo de vida, para criar vantagens de custo ou de demanda permanentes em relação aos concorrentes, mas em seu estágio de maturidade os investimentos trazem menos retornos” (ANTHONY; RAMESH, 1992, p. 2).

A segunda fase é denominada Crescimento. A característica desta fase é a passagem da fase de nascimento/introdução para fase do crescimento, com vista à expansão do mercado, tendo necessidades mais complexas que a fase anterior. A firma se vê diante de projetos com possibilidade de valor presente líquido positivo (GRULLON & MICHAELY, 2004). A empresa em crescimento tem, assim, foco em fazer investimentos, na aquisição de subsidiárias e no crescimento de vendas (DRAKE, 2013). Nesta fase, o tamanho da empresa é maior que o estágio anterior, com múltiplos acionistas, o que torna o ambiente mais heterogêneo e competitivo; e a sua estrutura mais formal que a anterior, com diferenciação moderada (NECYK, 2008). Esta fase tende a ser caracterizada pela ocorrência do aumento no número de produtores e concorrência no ambiente, uma vez que a empresa está operando de forma lucrativa, o seu fluxo de caixa operacional tenderá a ser positivo (GORT; KLEPPER,

1982). No entanto, o fluxo de caixa operacional pode não ser suficiente para sustentar sua estrutura de investimento, o que obriga a firma a recorrer, ainda, a fontes externas de financiamento (ALVES; MARQUES, 2007).

A terceira fase é denominada de Maturidade. É a fase em que a produção atinge o ápice (DICKINSON, 2011). O número de participantes no mercado está perto do equilíbrio, além da variação de produtores no mercado ser aproximadamente zero, devido as mudanças estruturais no mercado no qual a empresa está inserida (GORT; KLEPPER, 1982). O ambiente está mais heterogêneo e competitivo, caracterizando uma fase conservadora e com crescimento menor (NECYK, 2008), portanto a empresa está menos inclinada ao risco e à inovação, possibilitando assim, uma maior liberdade sobre a decisão em distribuir ou não seus dividendos. A Maturidade é representada por uma receita de vendas estabilizada e pela geração de um fluxo de caixa suficiente para cobrir todos os prejuízos da fase inicial e os investimentos realizados. O caixa excedente é utilizado para liquidar os empréstimos contraídos durante as fases anteriores (Nascimento e Crescimento) e até mesmo para pagar dividendos, justificando o fluxo de caixa de financiamento negativo (ALVES; MARQUES, 2007).

A quarta fase é denominada pela literatura internacional como *Shake-out*, termo que tem sido traduzido e adaptado ao português como Turbulência. É a fase na qual a empresa não apresenta inovações, ao invés disso, pode apresentar um cenário de estagnação (DICKINSON, 2011) ou passar por um período adverso devido à mudanças no ambiente, como na ocorrência de uma crise. Neste estágio, a empresa está saindo do período de Maturidade, sendo necessária sua renovação para que ela não entre no estágio de Declínio. Dessa forma, é de pleno interesse dos gestores que a empresa passe por um processo de renovação, que altere sua estrutura para que volte ao estágio de Crescimento ou Maturidade. Como a firma já está estruturada, o tamanho da empresa tende a ser grande, convivendo em um ambiente competitivo, heterogêneo e dinâmico, com alta diferenciação e controle (NECYK, 2008). Um rápido crescimento pode fazer a empresa ir para o estágio de Turbulência, pois, torna o fluxo de caixa, gerado pelas operações, negativo por um breve período de tempo, mas, isso não representará um problema, desde que a necessidade de capital de giro seja balanceada com o crescimento no resultado (ALVES; MARQUES, 2007).

A última fase é chamada de Declínio e é caracterizada pela inexistência de entrada líquida de recursos (DICKINSON, 2011) e pode ser considerada uma fase crítica para a sobrevivência da empresa. A etapa de Declínio pode, então, ocorrer após qualquer outro

estágio, inclusive diretamente na fase de Nascimento, se a firma falhar em se estabelecer no mercado (DICKINSON, 2011). Nela, o ambiente normalmente é homogêneo e competitivo, com estrutura formal e burocrática, além de diferenciação e centralização moderadas, liquidação de subsidiárias, aversão ao risco e baixo crescimento (NECYK, 2008). É comum observar uma queda no fluxo de caixa operacional, entretanto, ele ainda se mantém positivo, em função da redução das necessidades de contas a receber e estoques. Seu nível de investimento também diminui. E a diferença entre o fluxo operacional e o fluxo de investimento tende a ser usada no resgate de financiamentos anteriores e em investimentos em novos produtos, ou em outros setores (ALVES; MARQUES, 2007).

O Quadro 1, resume as fundamentações teóricas encontradas e as expectativas de sinais dos três fluxos de caixa: operacional, investimento e financiamento, nos cinco estágios de ciclo de vida das empresas (introdução, crescimento, maturidade, declínio e turbulência.

**Quadro 1** - Ligações econômicas entre padrões de fluxo de caixa

<b>Tipo de fluxo de caixa</b>	<b>Nascimento</b>	<b>Crescimento</b>	<b>Maturidade</b>	<b>Turbulência</b>	<b>Declínio</b>
Operacional	A firma entra no mercado com déficit de conhecimento sobre as receitas e potenciais custos (JOVANOVIC, 1982) O estoque e contas a receber crescem, devido a isso o FCO é negativo (ALVES; MARQUES, 2007) <b>Fluxo de caixa (-)</b>	As margens de lucro são maximizadas durante o período de maior investimento (SPENCE, 1977, 1979, 1981)  <b>Fluxo de caixa (+)</b>	A eficiência da firma é maximizada através de um maior conhecimento das operações (SPENCE, 1977, 1979, 1981; WERNERFELT, 1985)  <b>Fluxo de caixa (+)</b>	Taxas de crescimento em declínio levam à queda dos preços (WERNERFELT, 1985); Rotinas de empresas estabelecidas dificultam a flexibilidade competitiva (HANNAN E FREEMAN, 1984). <b>Fluxo de caixa (+/-)</b>	Taxa de crescimento em declínio levam a queda dos preços (WERNERFELT, 1985).  <b>Fluxo de caixa (-)</b>
Investimento	Otimismo gerencial impulsiona o investimento (JOVANOVIC, 1982); As empresas fazem grandes investimentos cedo para impedir a entrada (SPENCE, 1977, 1979, 1981) Ela também precisa investir em instalações fazendo com que o FCI seja negativo (ALVES; MARQUES, 2007) <b>Fluxo de caixa (-)</b>	As firmas fazem grandes investimentos cedo para impedir a entrada da concorrência (SPENCE, 1977, 1979, 1981).  <b>Fluxo de caixa (-)</b>	Obsolescência aumenta em relação a novos investimentos como empresas maduras (JOVANOVIC, 1982 WERNERFELT, 1985).  <b>Fluxo de caixa (-)</b>	Teoria não encontrada.  <b>Fluxo de caixa (+/-)</b>	Liquidação dos ativos para o pagamento das dívidas.  <b>Fluxo de caixa (+)</b>
Financiamento	A teoria <i>Pecking Order</i> afirma que as firmas preferem o financiamento interno, em seguida terão acesso a financiamento bancários. (MYERS 1984, DIAMOND 1991); Empresas em crescimento irão emitir dívidas de curto prazo (BARCLAY E SMITH, 1995).  <b>Fluxo de caixa (+)</b>	A teoria <i>Pecking Order</i> afirma que as firmas preferem o financiamento interno, em seguida terão acesso a financiamento bancários. (MYERS 1984, DIAMOND 1991); Empresas em crescimento irão emitir dívidas de curto prazo (BARCLAY E SMITH, 1995).  <b>Fluxo de caixa (+)</b>	Concentra-se mudanças de adquirir financiamento para o pagamento da dívida e distribuição do excesso de fundos para os acionistas; Empresas maduras vão emitir dívida de longo prazo (BARCLAY E SMITH, 1995).  <b>Fluxo de caixa (-)</b>	Teoria não encontrada.  <b>Fluxo de caixa (+/-)</b>	Concentram-se no pagamento da dívida e/ou a renegociação.  <b>Fluxo de caixa (+/-)</b>

**Fonte:** Costa (2015) e adaptado de Dickinson (2011).

### 3.2 TEORIA DO CICLO DE VIDA DOS DIVIDENDOS

A teoria do ciclo de vida dos dividendos da empresa está na noção de que, à medida que uma empresa amadurece, sua capacidade de gerar caixa supera sua capacidade de encontrar oportunidades de investimento lucrativas. Eventualmente, a melhor opção é a empresa distribuir seu fluxo de caixa livre aos acionistas na forma de dividendos.

De acordo com a teoria do ciclo de vida dos dividendos da empresa, proposta por Mueller (1972), uma empresa jovem enfrenta um conjunto de oportunidades de investimento relativamente grande, mas não é suficientemente lucrativa para poder atender todas as suas necessidades de financiamento por meio de caixa gerado internamente. Além disso, enfrenta obstáculos substanciais na obtenção de capital de fontes externas. Como resultado, a empresa economizará dinheiro ao dispensar o pagamento de dividendos aos acionistas. Com o tempo, após um período de crescimento, esta atinge o estágio de maturidade em seu ciclo de vida. Nesse ponto, o conjunto de oportunidades de investimento da empresa é reduzido, seu crescimento e lucratividade diminuem e a empresa gera mais caixa internamente do que pode investir com lucro. Eventualmente, a empresa começa a pagar dividendos para distribuir seus lucros aos acionistas. À medida que uma firma amadurece, ela distribui os lucros aos acionistas, ao invés de investi-los internamente, é uma função da medida em que os interesses de seus administradores estão alinhados com os de seus acionistas SALSA (2010).

A teoria do ciclo de vida dos dividendos prevê que uma empresa começará a pagar dividendos quando sua taxa de crescimento e lucratividade declinarem no futuro. Isso contrasta fortemente com a teoria de sinalização, que prevê que uma empresa pagará dividendos para sinalizar ao mercado que suas perspectivas de crescimento e rentabilidade melhoraram (ou seja, que as iniciações e aumentos de dividendos transmitem “boas notícias”).

A evidência empírica sobre as iniciações e mudanças de dividendos geralmente apoia a teoria do ciclo de vida dos dividendos, mas é contrária à teoria de sinalização. Benartzi, Michaely e Thaler (1997) concluem que os aumentos de dividendos não são seguidos por um aumento na taxa de crescimento dos lucros, enquanto as reduções de dividendos estão associadas a uma melhoria na taxa de crescimento. Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) relatam que a lucratividade da empresa declina após um aumento de dividendos e aumenta após uma redução destes.

Bulan, Subramanian e Tanlu (2007) documentam que as empresas iniciam o pagamento de dividendos após atingirem a maturidade em seus ciclos de vida. Iniciadores são

empresas que cresceram, são mais lucrativas, têm maiores reservas de caixa e têm menos oportunidades de crescimento do que os não iniciantes no mesmo estágio de seus ciclos de vida. Eles corroboram ainda, que não há melhora significativa na lucratividade ou crescimento em torno da iniciação. DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) apresentam evidências de que a probabilidade de uma empresa pagar dividendos é significativamente relacionada ao *mix* de capital (interno) e capital contribuído (externamente) na sua estrutura de capital. Empresas com maior proporção de capital ganho são mais propensas ao pagamento de dividendos. Enquanto Grullon *et al.* (2002) fornecem evidências de que as empresas que aumentam os dividendos experimentam um declínio no risco sistemático, Bulan *et al.* (2007) constata que o risco sistemático não diminui após as iniciações de dividendos.

### 3.3 POLÍTICA E SUA VIZAÇÃO DE DIVIDENDOS

Os dividendos podem ser definidos como a parcela do lucro líquido de uma empresa que é distribuída aos seus acionistas, mediante, geralmente, pagamento em dinheiro. É uma forma de remuneração do acionista pelo capital investido. Procianny e Poli (1993), por sua vez, ressaltam que a política de dividendos traduz a decisão, pela administração da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção de lucros. Para esses autores, considerando apenas os fatores segurança e risco, o gestor favorece a manutenção da posição de caixa, optando por reter a distribuir.

Conforme Assaf Neto e Lima (2010), a política de dividendos refere-se ao montante e à distribuição do pagamento de dividendos aos acionistas no tempo, e está inserida em uma dualidade, reter o fluxo de pagamentos presentes, visando um retorno futuro, ou proporcionar desembolsos presentes, adiando seus investimentos. A política de dividendos é considerada uma das principais decisões financeiras empresariais. A decisão sobre a distribuição de dividendos tem impacto em diversos aspectos econômico-financeiros, como o financiamento ou a tesouraria da empresa, pois terá impacto nos resultados líquidos gerados.

As decisões dos gestores financeiros corporativos se enquadram em duas grandes categorias, sendo decisões de investimento e decisões de financiamento (Baker e Powell, 2009).

As decisões de investimento envolvem a determinação do tipo e quantidade de ativos que a empresa deseja manter, refletidos no lado esquerdo de seu balanço. As decisões de financiamento dizem respeito à aquisição de fundos na forma de dívida e capital para apoiar

as atividades operacionais e de investimento de uma empresa. O lado direito do balanço de uma empresa reflete essas fontes de financiamento.

Diante dos diversos impactos que pode causar, a política de dividendos deve ser levada em consideração no processo de gestão das empresas, visando a melhor tomada de decisão. O *payout* (proporção de lucros distribuídos ao acionista), por exemplo, é um indicador constantemente citado e utilizado na análise de empresas, tornando-se relevante a verificação de seus impactos. Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p. 306) definem que a “política ótima de dividendos é a que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, maximizando o preço das ações da empresa”.

La Porta *et al.* (2000), por exemplo, concluíram pela importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos. No Quadro 2, é mostrado um resumo das características financeiras que foram registradas por Gup e Agrrawall (1996).

Damodaran (2004) apresenta algumas tendências das políticas de dividendos verificadas nas empresas norte-americanas nos 50 anos anteriores. O autor aborda quatro pontos: primeiro ele debate a relação entre os dividendos e os lucros, explicada pela relação intrínseca entre ambos. No segundo ponto é destacada a preferência das empresas em manter a política de dividendos constantes (suavização), evitando reduções nos dividendos mesmo com redução do lucro. No terceiro ponto há a regularidade da política de dividendos observada em relação à variação dos lucros. Por último é observada a evidência do ciclo de vida da empresa, onde a política de dividendos está intimamente ligada às perspectivas futuras da empresa e as disponibilidades de caixa.

Pode-se perceber que a formação da política de dividendos da empresa possui relação com diversos fatores, tanto internos quanto externos. Gitman (2004), ao definir a maximização do retorno aos proprietários e o suficiente financiamento dos investimentos como os objetivos básicos da política de dividendos, descreve três políticas de dividendos que são frequentemente adotadas. A primeira a ser destacada é a política de dividendos com taxa de distribuição constante, onde a empresa estabelece uma porcentagem constante de seu lucro que será distribuída periodicamente aos seus acionistas. O autor destaca, negativamente, o impacto que a redução dos lucros proporciona a essa política e a possível informação que esta redução dos dividendos pode proporcionar. Em segundo lugar, há a política de dividendos regular, que se estrutura através do pagamento de dividendos fixos por ação. O aumento dos níveis de dividendos distribuídos ocorre mediante a consolidação da elevação dos lucros, não

sendo levadas em consideração variações pontuais. Por último, o autor cita a política de dividendos regulares baixos e dividendos extraordinários que se caracterizam pelos pagamentos regulares de dividendos reduzidos e, em consequência, de lucros superiores, o desembolso de remunerações extraordinárias. Esta política é característica de empresas que possuem constantes variações dos lucros e tem o objetivo de não gerar falsas expectativas em seus investidores.

O Quadro 2 mostra um resumo das expectativas de fluxo de caixa, endividamento, rentabilidade, níveis de investimentos e de política de dividendos em cada fase do ciclo de vida das empresas.

**Quadro 2** - Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida.

<b>Fases Variáveis</b>	<b>Nascimento</b>	<b>Expansão / Crescimento</b>	<b>Maturidade</b>	<b>Declínio</b>
Fluxos de Caixa	Negativo	Positivo baixo	Positivo / Aumenta	Positivo / Diminui
Endividamento	Baixo	Aumenta	Elevado	Diminui
Rentabilidade	Perdas	Lucros	Lucros (começam a diminuir)	Diminuição do lucro ou prejuízo
Investimento	Elevado	Moderado	Reduzido	Inexistente
Política de Dividendos	Inexistente	Reduzida (com tendência para aumentar)	Aumenta a distribuição de resultados	Elevada até iniciar prejuízos

**Fonte:** Adaptado de Gup e Agrawall (1996)

Suavização de dividendos é a prática de manter o nível de distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014) e foi documentada pela primeira vez no estudo de Lintner, em meados da década de 1950, sendo também relatado que a suavização estaria relacionada com a política de dividendos. O Quadro 2 mostra as relações dos ECVs, com a política de dividendos e suavização.

Lintner (1956) estabeleceu o modelo de suavização de dividendos, o que implica que as empresas decidem sobre sua política de pagamento de dividendos tendo como base metas de resultados de longo prazo.

A administração tende a definir o pagamento de dividendos do ano atual para refletir o nível de pagamento do ano anterior. Isso ocorre porque a administração assume que os

investidores preferem um pagamento de dividendos estável e suavizado em detrimento de um pagamento mais volátil (Lintner, 1956). As empresas mais estáveis distribuem um valor superior de seus ganhos em relação às empresas em crescimento. E em um ambiente de escassez, as empresas preferiam recorrer a capital de terceiros, ao invés de diminuir a distribuição de dividendos, mantendo deste modo certa estabilidade em sua política de dividendos ao longo dos vários exercícios econômicos.

Segundo a teoria da Relevância dos dividendos relatada por Lintner (1956; 1962) e Gordon (1959; 1963):

- a) Administradores têm a função de responsáveis pela variação do preço das ações da empresa, confiando-lhes uma função de redução da incerteza e do risco dos investimentos;
- b) Considera os investidores como racionais estes estimam o risco e o retorno, preferem receber dividendos correntes ao esperarem possíveis futuros ganhos de capital, exigindo, portanto, maior rentabilidade perante a incerteza e risco (aversão ao risco);
- c) O aumento exigido de prêmio de risco faz crescer o custo de capital investido e diminuir a cotação das ações;
- d) A distribuição dos dividendos reduziria a incerteza dos investidores e faria com que se descontassem os ganhos da empresa a uma taxa menor – mantidas as outras variáveis constantes, teríamos uma elevação no preço das ações;
- e) Os dividendos são considerados “dinheiro na mão”, enquanto as mais-valias são meramente potenciais, esta relação ficou conhecida no mundo das finanças empresariais como *bird in the hand theory*;
- f) Se os dividendos forem reduzidos, ou não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria e maior seria o retorno exigido, gerando a queda no preço das ações;
- g) A teoria dos dividendos converge para a teoria da sinalização, a distribuição de dividendos é relevante e é positivamente relacionada ao preço das ações e, ao mesmo tempo, inversamente proporcional ao custo de capital.

Black (1976) relata em seu estudo, que os dividendos conduzem informações a respeito do desempenho das organizações, desta forma, os administradores ficam relutantes em cortá-los, o que sinalizaria um enfraquecimento na saúde financeira empresarial, a não ser

que este corte seja sustentado por melhores projetos que injetarão grandes quantidades de capital no futuro.

Lintner (1956) em seu estudo relatou que as organizações se preocupam, primeiramente, com a estabilidade do pagamento de dividendos, supondo que o mercado acredita fortemente na sinalização dos dividendos e que este valoriza firmas que possuem uma política de dividendos estáveis. Outra comprovação de Lintner (1956) foi a de que os administradores ajustam a política de dividendos em primeiro lugar, para depois ajustar outras políticas para a firma.

Lintner (1956) descreveu que a distribuição de dividendos pelas empresas em um exercício seria dependente de dois fatores: o primeiro seria resultado líquido gerado pela empresa nesse mesmo exercício econômico e o segundo, são os dividendos distribuídos pela empresa relativamente ao exercício econômico anterior. Esse tipo de decisão tem impacto direto nas estratégias de financiamento e investimento da empresa, pois ao distribuir lucros, a empresa proporciona maior retorno aos seus acionistas, preterindo o investimento em seu próprio benefício (LINTNER,1956), diminui a liquidez dos seus ativos e os excedentes de fluxos de caixa, o que projeta a política de dividendos para a “galeria” das decisões mais importantes na vida das empresas.

Lintner (1956) concluiu que os fatores determinantes da política de dividendos são fundamentalmente o resultado líquido do exercício e o *payout* anterior. Já Damodaran (2001) considera que a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa.

Leary, Michaely (2011) documentaram por meio de análise transversal os determinantes e propriedades das políticas corporativas de suavização de dividendos e as relacionaram com as teorias existentes. Eles descobriram que empresas menores e mais jovens, com baixo rendimento de dividendos e lucros e retornos mais voláteis, e empresas com previsões de analistas dispersas, cada vez menos dispersas, suavizam menos. As empresas que são "vacas leiteiras" que apresentam um bom fluxo de caixa, com baixas perspectivas de crescimento, governança mais fraca e maiores participações institucionais, suavizam mais. Dessa forma, documentaram que a suavização de dividendos aumentou constantemente nos últimos 80 anos, mesmo antes de as empresas iniciarem o uso de recompras de ações, em meados dos anos 80. Seus resultados sugerem que a suavização de dividendos é mais comum entre empresas que não apresentam restrições financeiras, enfrentam baixos níveis de assimetria de informação e são mais suscetíveis a conflitos de

agência. Estas descobertas fornecem desafios e orientação para o desenvolvimento de literatura teórica.

### 3.4 ESTUDOS ANTERIORES

Em relação às pesquisas sobre a questão do ciclo de vida, suavização e política de dividendos, foram realizados estudos como o de Salsa (2010), que efetuou uma observação empírica, baseando-se em uma amostra de empresas europeias de seis países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia). A autora testou o poder explicativo da fase do ciclo de vida da empresa e dos principais determinantes financeiros da política de dividendos apontados, essencialmente por estudos realizados no âmbito das teorias da agência e da informação assimétrica e sinalização. Os resultados não comprovam as hipóteses quanto à teoria do ciclo de vida, mostrando que as empresas em fase de maturidade não são necessariamente as que apresentam maiores dividendos. Os resultados, porém, validam outras das hipóteses do estudo e reforçam alguns determinantes financeiros do nível de dividendos empresariais. Os achados também apontam diferenças e semelhanças entre o nível dos dividendos e seus determinantes para os diferentes países.

Wang *et al.* (2011) em seu artigo examinam a política de dividendos para empresas listadas na Bolsa de Valores de Taiwan e testam a hipótese do ciclo de vida. A amostra envolveu 6031 observações de pagamentos de dividendos durante o período de 16 anos de 1992-2007. Consistente com a previsão da hipótese do ciclo de vida, os resultados indicam que os pagadores de dividendos (dividendos em dinheiro, dividendos de ações ou ambos) estão associados a uma maior lucratividade, maior taxa de crescimento de ativos e uma maior razão valor de mercado sobre o patrimônio, do que aqueles não pagadores (nenhum dividendo). Esses resultados são consistentes com a hipótese do ciclo de vida de pagamento de dividendos em que firmas mais jovens, com maior potencial de crescimento, mas com menor lucratividade, tendem a distribuir mais dividendos em ações do que dividendos em dinheiro. Quando as empresas se tornam mais maduras, como aquelas caracterizadas por um menor potencial de crescimento, e rentabilidade mais alta, tendem a distribuir mais dividendos em dinheiro do que os dividendos em ações.

Para testar a teoria do ciclo de vida dos dividendos e a hipótese do fluxo de caixa livre, Thanatawee (2011) examinou a política de dividendos das empresas listadas na Tailândia no período de 2002-2008. Os resultados confirmaram que firmas maiores e mais lucrativas, com

maiores fluxos de caixa livres e lucros retidos sobre o patrimônio, tendem a pagar dividendos mais altos. O tamanho e a rentabilidade têm relação positiva significativa com os pagamentos de dividendos e, portanto, os resultados de Thanatawee (2011) fornecem grande apoio para a teoria do ciclo de vida.

Coulton e Ruddock (2011) testam se a teoria do ciclo de vida explica as políticas australianas de pagamento corporativo. Sua evidência empírica apoia fortemente a teoria do ciclo de vida dos dividendos. Em particular, eles encontram evidências de que as empresas que pagam dividendos são maiores e mais lucrativas, têm menos opções de crescimento e maiores lucros retidos do que as empresas que não pagam dividendos.

El-Ansary e Gomaa (2012) testaram a teoria do ciclo de vida de dividendos no mercado egípcio, examinando uma amostra de 100 empresas durante o período 2005-2010. Eles descobriram que os lucros acumulados para o patrimônio total e a lucratividade têm um efeito positivo significativo nos pagamentos de dividendos. Isso fornece evidências para a existência da teoria do ciclo de vida dos dividendos no Egito.

Camdiba (2015) em seu estudo na bolsa portuguesa buscou verificar de que forma o ciclo de vida das empresas e as fases pelas quais estas vão passando influenciam a sua política de dividendos, e, ao mesmo tempo examinou os determinantes financeiros sugeridos pela vasta literatura financeira acerca dos dividendos, como a rentabilidade, a dimensão, o crescimento, o número de sócios, a dívida, entre outros. O estudo incidiu sobre uma amostra de 17.699 empresas portuguesas de 14 setores de atividade. Os resultados do estudo reforçam os determinantes financeiros sugeridos pela literatura financeira e comprovaram as hipóteses da teoria do ciclo de vida das empresas, mostrando que esta é uma dimensão importante a se considerar, tanto da determinação da probabilidade da distribuição ou não dos dividendos, bem como na determinação da proporção a distribuir. Os achados também demonstraram que tanto a dimensão, quanto o setor de atividade, são fatores relevantes na determinação da probabilidade e da proporção de dividendos a distribuir pelas empresas.

Silva (2015), em sua dissertação, teve como objetivo aferir as diferenças entre as políticas de dividendos praticadas entre os grupos BRIC, Europa, EUA e Japão. Procedendo com a verificação das teorias explicativas da política de dividendos e a obtenção das variáveis capazes de influenciar o pagamento de dividendos e o comportamento dos gestores face à decisão de distribuição de resultados. Em sua conclusão relativa aos fatores que determinam o pagamento de dividendos, esta vai ao encontro da teoria do ciclo da vida da empresa, no sentido, de que foi verificada uma preponderância dos fatores crescimento e dimensão da

empresa para a explicação do nível de *dividend payout*. Assim, concluiu-se que, empresas com maiores níveis de crescimento, característica presente em empresas mais jovens, têm um nível de *dividend payout* inferior, conclusão que pode ser explicada pela maior necessidade de recursos para fazer face às oportunidades de crescimento. Por outro lado, empresas maduras e consolidadas no mercado apresentam índices de crescimento inferiores e maior rentabilidade, permitindo a execução de políticas de distribuição mais generosas, tal como verificado por Denis e Osobov (2006). Empresas jovens e maduras podem também se dividir, naturalmente, em empresas de menor e maior dimensão, respetivamente. Embora os resultados não sejam tão assertivos quanto os obtidos para a taxa de crescimento, estes apontam para a existência de evidências de que empresas de maior dimensão praticam um nível de distribuição de resultados superior.

Major, Angbäck (2017) fizeram um estudo com o objetivo de testar a teoria do ciclo de vida de dividendos e investigar se a mais recente crise financeira global teve um impacto no pagamento de destes e nos determinantes do ciclo de vida na Suécia. O estudo é realizado utilizando uma abordagem dedutiva, empregando regressões do modelo *LOGIT*. O estudo conclui que a teoria do ciclo de vida dos dividendos tem apoio parcial na Suécia, já que três dos quatro determinantes do ciclo de vida mostram relações previstas e significativas com o pagamento de dividendos. Além disso, aponta que a crise financeira afetou negativamente o pagamento de dividendos entre as empresas suecas, e que os determinantes do ciclo de vida não mudaram devido à crise financeira.

Sousa (2017) buscou investigar a relação entre a persistência de dividendos e a prática de gerenciamento de resultados contábeis nas empresas abertas dos mercados de capitais da América Latina. Foram estimados quatro modelos de regressão quantílica em quartis. A amostra da pesquisa foi composta por 1.532 observações empresas/ano, equivalentes ao total de 364 empresas, para o período de 2001 a 2015. Os resultados encontrados demonstram que o *dividend payout* das companhias não sofre influência do nível com que as empresas gerenciam seus resultados, contudo, é influenciado pelas variáveis de rentabilidade do patrimônio líquido, pela oportunidade de crescimento (*market to-book*), pelo endividamento e pelo tamanho das empresas, a depender do quartil analisado. No tocante à análise de suavização/persistência de dividendos, constatou-se que os *payouts* das companhias são persistentes em todos os quartis considerados. Verificou-se também que na presença de maior nível de gerenciamento de resultados os *payouts* são mais persistentes, para as empresas que

mais distribuem dividendos. Nas firmas que distribuem menor volume de dividendos a hipótese foi refutada.

Benavides *et al.* (2016) examinaram as políticas de pagamento de dividendos para empresas em seis países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) de 1995 a 2013. Conforme previsto pelos modelos *pecking order* e *trade-off*, o pagamento de dividendos está positivamente ligado à rentabilidade e negativamente relacionado com o endividamento passado e oportunidades de investimento. Eles também encontraram que o índice “*dividend payout ratio*” está positivamente relacionado aos níveis dos indicadores de governança do país. Além disso, a velocidade na qual as empresas ajustam seus dividendos às mudanças nos lucros é menor nos países de alta governança, nesta região. Assim, as empresas suavizam os dividendos em maior índice em países com níveis maiores de governança. Os autores não encontraram evidências que suportem a teoria do ciclo de vida nem efeitos de iliquidez nos níveis de dividendos.

Mosionek-Schweda *et al.* (2017) examinaram o comportamento de suavização de dividendos entre empresas listadas nos mercados de ações do Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru no período de 1994-2015. Desse modo, foram observadas diversas empresas com valores baixos de SOA, o que, com base na abordagem clássica de Lintner (1956), implica a existência de suavização de dividendos. No entanto, os valores médios obtidos de SOA variaram em quatro dos cinco mercados de ações analisados, de 0,731 para o Chile, para 0,914 no Brasil. Isso significa que nos mercados de ações emergentes selecionados da América Latina, exceto no Peru, a suavização de dividendos não foi confirmada. Além disso, os níveis de SOA obtidos variaram entre os mercados de ações selecionados, o que implica que as diferenças na velocidade de ajuste de dividendos podem ser impulsionadas pelas características nacionais ou dos mercados de ações. Assim, os resultados alcançados no estudo de Mosionek-Schweda *et al.* (2017) implicam que os gestores das empresas analisadas preferem ajustar os dividendos imediatamente com a mudança nos lucros correntes ou seguir uma política de dividendos bastante instável. Além disso, a descoberta essencial do estudo de Lintner (1956), a qual consiste em afirmar que os gerentes acreditam que os acionistas preferem um nível estável de dividendos, parece não se referir à amostra do estudo que estes efetuaram.

Estudos anteriores dissociaram a interação existente entre a suavização e a política de dividendos relatada por Lintner (1956). Esta dissertação tem como embasamento realizar a análise dessa interação com os estágios de ciclo de vida das empresas da América Latina.

Diferenciando-se dos demais estudos por trazer uma nova perspectiva para a suavização de dividendos, com sua análise nos diversos ECVs e respeitando a interação inerente entre as políticas de dividendos expostas por Lintner (1956).

## 4 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

### 4.1 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

A amostra desta pesquisa consiste em companhias de capital aberto que possuem ações negociadas nas bolsas de valores em países da América Latina, composto inicialmente por 15 países conforme o Quadro 3, e que tivessem suas informações financeiras divulgadas na base de dados da Thomson Reuters, plataforma Eikon®. Aproveito a oportunidade para agradecer ao Instituto de Desenvolvimento da Paraíba – IDEP/UFPB, por disponibilizar e financiar a base de dados. Como particularidade do mercado brasileiro, utilizou-se adicionalmente a base de dados da Comdinheiro® para coletar um dos componentes do *Dividend Payout*, os Juros Sobre o Capital Próprio.

O período amostral analisado foi de 2010 a 2017, considerando as empresas que apresentaram balanços em dezembro dos anos de 2010 a 2017. Foi utilizado o ano de 2009 para obtenção da informação de dividendos defasados no ano de 2010. O Quadro 3 evidencia que a população considerada nesta pesquisa foi de 1.529 empresas, listadas nos 13 países da América Latina, sendo os mais representativos, em termos de quantidade de empresas, os mercados do Brasil, Chile, Peru, México e Argentina, respectivamente.

Cabe aqui expor que, apesar de a população desta pesquisa ponderar todos os países da América Latina, consideram-se apenas as empresas de mercados continham todas as informações necessárias disponíveis na base de dados utilizada, assim, foram analisados os mercados de Argentina, Brasil, Chile, México e Peru. Dos cinco mercados que permaneceram na amostra final, quatro deles (Brasil, Chile, México e Peru) compõem o MSCI *Emerging Market Index*, denotando a relevância desses mercados no índice dos mercados emergentes. Após eliminar as empresas com dados faltantes, restou uma amostra de cinco países, resultando em 508 observações.

**Quadro 3** - Quantidade de empresas por país - 2010-2017.

País	População	Amostra
Argentina	96	39
Bolivia	49	-
Brazil	508	211
Cayman Islands	1	-
Chile	233	121
Colombia	75	-
Costa Rica	9	-
Ecuador	59	-
Jamaica	57	-
Mexico	171	86
Peru	211	51
Trinidad and Tobago	28	-
Venezuela	32	-
<b>Total Geral</b>	<b>1529</b>	<b>508</b>

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 1 resume a composição da amostra da pesquisa em termos de firma/ano. Como é possível observar, a população foi composta por 1.529 empresas distribuídas entre os 13 países da América Latina, perfazendo um total de 13.761 observações. Contudo, foram excluídas da amostra as observações (empresa/ano) com pelo menos uma informação faltante (células vazias) na base de dados. Inicialmente, as companhias foram excluídas quando não apresentaram dados sobre: Fluxo de Caixa Operacional, de Financiamento e de Investimentos; Tamanho; Endividamento; *Market-to-Book* (MtB) e *Dividend Payout Ratio*. Adicionalmente, foram excluídas empresas nos anos em que tiveram patrimônio líquido negativo, uma vez que os indicadores econômico-financeiros que têm por denominador o patrimônio líquido das empresas podem ter uma interpretação distorcida quando estes apresentam valores negativos (FOSTER, 1986). Portanto, foram excluídas do processo de seleção da amostra todas as empresas que apresentaram tal situação patrimonial.

**Tabela 1-** Composição da amostra

Situação da composição da amostra	Quantidade de observações
Observações Iniciais (população firma/ano)	13.761
(-) Observações excluídas devido à falta de pelo menos uma informação na base de dados	(9.816)
(=) Observações Finais	3.945

Fonte: Dados da Pesquisa

A principal responsável pela redução da amostra foi a variável dos fluxos de caixa e dividendos, haja vista que a maioria das empresas não divulgou informações de dividendos nos anos analisados, impossibilitando o cálculo do *Dividend Payout Ratio*. É importante salientar que, mantiveram-se na amostra as empresas que tiveram *Dividend Payout Ratio* negativo, isto é, que mesmo apresentando prejuízos (lucro líquido negativo), distribuíram

dividendos, visto que essa pesquisa tem por finalidade investigar a persistência dos dividendos.

## 4.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

### 4.2.1 Ciclo de Vida

Dentre as *proxies* que utilizam informações da contabilidade financeira para identificar os ECVs, observa-se a metodologia apresentada por Dickinson (2011), que faz uso de métricas contábeis objetivas, se fundamentando na DFC. As fases do ciclo de vida da firma são capturadas pelos sinais dos fluxos de caixa operacionais, de investimentos e de financiamentos, que afetam diferentemente o retorno das ações. Segundo Dickinson (2011), a DFC permite a captação da diferença na rentabilidade, no crescimento e no risco da firma, sendo que a combinação desses fluxos de caixa mapeia a classificação na teoria do ciclo de vida da firma, como demonstra o Quadro 4.

A combinação dos padrões de fluxo de caixa representa a alocação de recursos da firma e suas escolhas estratégicas, refletidas em sua capacidade operacional. Previsões sobre cada componente do fluxo de caixa podem ser derivadas da teoria econômica, que constitui a base para os padrões de fluxo de caixa como *proxy* para o ciclo de vida (DICKINSON, 2011).

No Quadro 4 consta a classificação dos ECVs, com os padrões de sinais por fluxo de caixa, conforme estudo de Dickinson (2011). Cada uma das cinco etapas apresenta esse comportamento nos fluxos de caixa, como exposto a seguir:

**Quadro 4** - Classificação dos estágios de ciclo de vida baseado em Dickinson (2011)

	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
Fluxo de caixa operacional	-	+	+	- + +	- -
Fluxo de caixa de investimento	-	-	-	- + +	+ +
Fluxo de caixa de financiamento	+	+	-	- + -	+ -

**Fonte:** Dickinson (2011, p. 9).

Conforme Dickinson (2015), o modelo de fluxo de caixa está fundamentado na combinação do sinal de cada um dos três componentes dos fluxos de caixa, com vistas a classificar as empresas em um dos cinco estágios de ciclo de vida: introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Empresas na fase de introdução estão associadas a um fluxo de caixa operacional negativo, investimentos negativos, e atividades de financiamento

positivas. Empresas em fase de crescimento apresentam um fluxo de caixa operacional positivo; investimentos negativos, e financiamentos positivos. Enquanto na fase madura, apresentam fluxo de caixa operacional positivo, investimentos negativos, e fluxo de caixa de financiamento negativo.

Da mesma maneira, a fase de turbulência possui três possibilidades de verificação: 1<sup>a</sup>) negativo no fluxo de caixa operacional, negativo no fluxo de caixa de investimento e negativo no fluxo de caixa de financiamento; 2<sup>a</sup>) positivo no fluxo de caixa operacional, positivo no fluxo de caixa de investimento e positivo no fluxo de caixa de financiamento; 3<sup>a</sup>) positivo no fluxo de caixa operacional, positivo no fluxo de caixa de investimento e negativo no de financiamento.

A fase de declínio possui duas possibilidades de análise: 1<sup>a</sup>) negativo no fluxo de caixa operacional, positivo no fluxo de caixa de investimento e positivo no fluxo de caixa de financiamento; 2<sup>a</sup>) negativo no fluxo de caixa operacional, positivo no de investimento e negativo no de financiamento.

Portanto, seguindo os preceitos de Dickinson (2011), esta pesquisa utiliza-se desses padrões de fluxos de caixa, conforme evidenciados no Quadro 4, para identificar o estágio de ciclo de vida que cada firma se encontra, em cada período de análise.

#### 4.2.2 Política de dividendos

O *Dividend Payout* foi utilizado como proxy para a política de dividendos, sendo esta mensurado pelo somatório do pagamento de proventos efetuados aos acionistas dividido pelo Lucro Líquido, conforme Equação 1. Por sua vez, os proventos correspondem ao somatório dos Dividendos, Juros sobre o Capital Próprio e Recompras de Ações. Esta última se refere ao valor do desembolso efetuado pela empresa em razão da compra de suas próprias ações.

O montante de dividendos por ação é utilizado em vários estudos empíricos, como, por exemplo, Lintner (1956), Fama e Babiak, (1968), Miller e Rock (1985), Arrazola *et al.* (1992), Bagués e Fumás (1995), Escuer e Cabestre (1996), Naceur *et al.* (2006), e Sánchez (2007) e Ribeiro (2010), estes autores, conforme literatura observada.

$$Dividend\ Payout_{it} = \left[ \frac{Pagamento\ de\ Dividendos + JSCP + Recompra\ de\ Ações}{Lucro\ Líquido} \right] \times 100 \quad (1)$$

O cálculo do *Dividend Payout* não incorpora o valor das bonificações concedidas aos acionistas, uma vez que a sua identificação nas bases de dados utilizadas não estava disponível para todas as empresas, o que poderia enviesar o *Dividend Payout*. Portanto, apesar dessa limitação, optou-se por utilizar os proventos pagos em dinheiro.

### 4.2.3 Suavização de dividendos

Seguindo estudos anteriores (DEWENTER; WARTHER, 1998; BRAV *et al.*, 2005; JAVAKHADZE *et al.*, 2014), para mensurar a suavização de dividendos, utilizou-se o modelo de ajuste de dividendos de Lintner (1956), evidenciado pela Equação 2.

$$\Delta D_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}D_{i,t-1} + \beta_{2i}E_{i,t} + e_{it} \quad (2)$$

Onde:

$D_{i,t}$  é o nível alvo de dividendos para a empresa  $i$  no ano  $t$ ; enquanto  $E_{i,t}$  é o lucro da empresa no ano,  $t$ ;  $\beta_{1i}$ ,  $\beta_{2i}$  são parâmetros;  $e_{it}$  o termo de erro.

Em seu modelo de Lintner (1956), estabelece que os dividendos pagos defasados são a representação da velocidade de ajustamento, SOA (*Speed of Adjustment*), em razão de mensurar como os dividendos se comportam ao longo do ano em relação a uma mudança de resultados.

A SOA é representada por  $-\hat{\beta}_{1i}$ , que é estimada conforme a Equação (2). Empregou-se este dividendo defasado como variável independente, e assim, efetuou-se sua interação com os ECVs

Esta estimativa da SOA, serve como medida de *dividend smoothing*, porque mede como os dividendos se alteram ao longo do ano, em resposta a uma mudança no resultado/lucro (FAMA, BEBIAK, 1968).

Como proposto por Lintner (1956), o coeficiente de velocidade de ajustamento evidencia a magnitude da reação da política de dividendos às variações permanentes no lucro corrente. Para que esta proposição seja verdadeira, o coeficiente da SOA deve estar compreendido no intervalo  $0 < -\hat{\beta}_{1i} < 1$ .

Valores próximos a 1 para o coeficiente estimado  $-\hat{\beta}_{1i}$ , indicam pouco ou nenhum ajuste do nível de *payout* às variações do lucro, que representa uma menor suavização de

dividendos e uma maior velocidade de ajustamento e incorporação dos dividendos, implicando dizer que o nível de *payout* está exposto às variações não permanentes dos lucros, que, por consequência, podem elevar a volatilidade da série histórica de *payout*.

Por outro lado, valores próximos a 0 para o coeficiente  $-\hat{\beta}_{1i}$ , capturam a prática de uma maior suavização de dividendos e menor velocidade de incorporação destes, por meio da constatação de ajustamentos parciais e contínuos do lucro corrente em direção a um nível ideal de *payout*, estabelecido com base nas expectativas de longo prazo da gestão.

#### 4.2.4 Variáveis de controle

No presente trabalho foram utilizadas variáveis de controle para isolar os efeitos que poderiam afetar a variável independente, *dividend payout*. Logo, as variáveis de controle que serão empregadas, consistem, com base na literatura consultada, em: tamanho, endividamento, *Market-to-Book* (MtB) e ROE. A seguir será evidenciada a forma como cada uma destas foi mensurada.

##### 4.2.4.1 Tamanho

Como *proxy* do tamanho da empresa foi empregado o logaritmo natural dos ativos totais da companhia do período  $t$ , o qual se espera que tenha uma relação positiva com a distribuição de dividendos. Assim, quanto maior a companhia, maior será a maior propensão a pagar dividendos do que empresas menores, por estarem mais consolidadas e com menos opções de investimento (LINTNER 1956; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; RENNEBOOG & TROJANOWSKI, 2011; JABBOURI, 2016). Utilizando-se dessa metodologia o tamanho da empresa foi mensurado conforme Equação 3.

$$Tamanho_{it} = LN(Ativos\ Totais) \quad (3)$$

##### 4.2.4.2 Endividamento

As literaturas de finanças de Miler e Modigliani (1961), assim como a Gordon (1963), normalmente associam a relação entre dividendos e alavancagem a um efeito de sinalização. Um aumento nos níveis de endividamento da empresa seria um sinal plausível de que a empresa espera um fluxo de caixa futuro elevado. Neste contexto, os gestores deveriam pagar mais dividendos para confirmar tal sinal. No entanto, outros autores (DEANGELO,

DEANGELO, STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016) argumentam que há relação inversa entre alavancagem e *payout*. Uma vez que empresas alavancadas tenderiam a não apresentar excessos de recursos e impactaria na distribuição de resultados e oportunidades de investimento (BENAVIDES, 2016). Logo, a princípio, o sinal esperado para o endividamento é indeterminado.

Para mensurar a alavancagem das empresas, foi calculado o percentual de endividamento da companhia no período t, conforme exposto na Equação 4.

$$Endividamento_{it} = \left[ \frac{Passivo\ Circulante + Passivo\ Não\ Circulante}{Ativos\ Totais} \right] \times 100 \quad (4)$$

#### 4.2.4.3 Market-to-Book

O *Market-to-Book* descreve o quanto os investidores estão dispostos a pagar por uma ação da empresa, em relação aos seus valores contábeis, sendo utilizado como *proxy* de crescimento. A expectativa é de que o mercado avalie de forma mais positiva, empresas que ofereçam um melhor fluxo de caixa presente e futuro para seus acionistas (SPERANZINI, 1994; FAMA; FRENCH 2001; AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003). Espera-se sinal positivo para a variável MtB. Esse indicador foi obtido diretamente do banco de dados Eikon Thomson Reuters.

O *Market-to-Book* é calculado a partir da divisão do preço de fechamento mais recente da empresa, pelo valor contábil por ação. O valor contábil por ação é calculado ao se dividir o total do patrimônio líquido do último exercício pelo total de ações em circulação.

#### 4.2.4.4 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)

A rentabilidade da empresa é um dos fatores que influenciam positivamente a distribuição de dividendos, pois empresas com rentabilidade mais alta tendem a distribuir mais dividendos, portanto, espera-se uma relação positiva entre ROE e *payout* (FAMA; FRENCH, 2000; DEANGELO, DEANGELO, STULZ, 2006; DENIS E STEPANYAN, 2009, BENAVIDES, 2016). O ROE foi obtido por meio do cálculo da Equação 5.

$$ROE_{it} = \left[ \frac{Lucro\ Líquido_t}{Patrimônio\ Líquido_{médio}} \right] \times 100 \quad (5)$$

O Quadro 5 resume as variáveis de controle utilizadas na pesquisa, com os respectivos sinais esperados, formas de cálculo e fundamentações.

Quadro 5 - Quadro resumo das variáveis de controle.

	Distribuição de Dividendos	Calculo	Fundamentação
<b>1 - Tamanho</b>	+	$LN(Ativos Totais)$	Quanto <b>maior a companhia</b> , maior a propensão a <b>pagar dividendos</b> do que as empresas menores (LINTNER 1956; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; RENNEBOOG & TROJANOWSKI, 2011; JABBOURI, 2016).
<b>2 - Endividamento</b>	+	$\left[ \frac{Passivo Circulante + Passivo Não Circulante}{Ativos Totais} \right] x 100$	Um aumento nos níveis de endividamento da empresa seria um sinal crível de que a empresa espera um fluxo de caixa futuro elevado. Os gestores deveriam pagar mais dividendos para confirmar tal sinal.
	-		Negativamente relacionado com o pagamento de dividendos (DEANGELO, DEANGELO, STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016). <b>Relação inversa entre alavancagem e payout. Logo, a princípio, o sinal esperado para o endividamento é indeterminado.</b>
<b>3 - Market to Book (MtB)</b>	+	Dividindo-se o preço de fechamento mais recente da empresa pelo valor contábil por ação. O valor contábil por ação é calculado dividindo-se o total do patrimônio líquido do último exercício pelo atual total de ações em circulação.	Mercado avalie melhor empresas que ofereçam um <b>melhor fluxo de caixa presente e futuro</b> para seus acionistas (Speranzini, 1994; Fama e French 2001; Aivazian, Booth e Clearly, 2003).
<b>4 - ROE</b>	+	$\left[ \frac{Lucro Líquido_t}{Patrimônio Líquido_{médio}} \right] x 100$	Rentabilidade da empresa é um dos fatores que influenciam positivamente a distribuição de dividendos (FAMA; FRENCH, 2000; DEANGELO, DEANGELO, STULZ, 2006; DENIS E STEPANYAN, 2009).

Fonte: Elaboração Própria

### 4.3. ANÁLISES DESCRITIVAS E MODELOS ECONOMÉTRICOS

#### 4.3.1 Estatística descritiva e exploratória dos dados

A observação das estatísticas descritivas foi realizada, inicialmente, considerando todas as empresas e, para compreender o comportamento das variáveis em função dos mercados avaliados, posteriormente, foi efetuada a análise média das variáveis por país.

Com o objetivo de considerar, previamente, o comportamento da suavização de dividendos e do *Dividend Payout* ao longo dos estágios de ciclos de vidas das empresas, foi efetuado o agrupamento das variáveis de interesse em função dos ECVs, analisando-se o comportamento desses grupos por meio de cinco percentis (20%) e, em seguida, foi feita a comparação dos desvios dos resultados para os percentis.

Após a estatística descritiva, fez-se a matriz de correlação, que possibilitou observar possíveis tendências de relações entre as variáveis do estudo, ou seja, permitiu a análise simultânea da associação entre variáveis.

#### 4.3.2. Modelos Econométricos

##### 4.3.2.1. Modelos para análise da relação entre política de dividendos e ECVs

Para analisar a relação entre a política de dividendos e os ECVs, utilizou-se como variável dependente o *Dividend Payout Ratio*, que representa a *proxy* da política de dividendos, e como variável independente os ECVs obtidos por meio da metodologia proposta por Dickinson (2011).

Os modelos de regressão utilizados para análise da política de dividendos, estão referenciados nas Equações 6 e 7 abaixo. No primeiro momento, buscou-se capturar o efeito isolado dos ECVs na política de dividendos das empresas (Equação 6) e, no segundo momento, buscou-se analisar se esse potencial efeito persiste após o controle com outros determinantes da política de dividendos das empresas, como demonstrado na Equação 7.

$$PY_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_{ECV_{it}} + e_{it} \quad (6)$$

$$PY_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_{ECV_{it}} + \beta_3 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (7)$$

Onde:

$PY_{it}$  = representa a *proxy* da política de dividendos

$D_{ECV_{it}}$  = representa o vetor de *dummies* do estágio de ciclo vida das empresas, conforme segue:  $D_{Int_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de introdução;  $D_{Cresc_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de crescimento;  $D_{Mat_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de maturidade;  $D_{Declin_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de declínio;

$CONTROLE_{it}$  = representa as variáveis de controle, quais sejam: Tamanho; Endividamento; *Market-to-Book*; e ROE.

$e_{it}$  = representa o termo de erro da regressão.

As Equações 6 e 7 foram estimadas por meio de regressão quantílica (Koenker & Bassett, 1978; Koenker e Gelig, 2001), haja em vista que a motivação da pesquisa é analisar a relação dos estágios do ciclo de vida com os níveis de *payout* (política de dividendos). A observação por meio da média das variáveis não permite avaliar a associação dos ECVs com o comportamento dos extremos da distribuição de *payout*. Além dessa motivação teórica, a técnica de regressão quantílica possui algumas vantagens econométricas, das quais se podem citar (CAMERON; TRIVEDI, 2010): i) permite estudar toda distribuição condicional da variável dependente a partir de um ou mais regressores; ii) por ser um método semi-paramétrico, pode ser utilizado nas situações em que a distribuição não é normal (gaussiana), conseqüentemente, os parâmetros estimados podem ser mais eficientes do que a estimação por MQO; e, iii) é robusta a presença de *outliers* e a não homogeneidade da variância.

Em relação à estimação das regressões quantílicas, algumas dificuldades foram enfrentadas, principalmente, devido à presença de multicolinearidade entre as variáveis *dummies* nos quantis extremos, impossibilitando em alguns casos a estimação do modelo. Portanto, a solução para tais modelos foi estimar regressões individualizadas para cada um dos ECVs. Além disso, em razão da limitação quanto ao tamanho das amostras, foram definidos os seguintes quantis: i) 40% para baixo; ii) 50% refletindo a mediana; e iii) 60% para alto. Estes quantis também foram selecionados em motivo da multicolinearidade dos dados para quantis baixos, em especial os inferiores a 40%. Doravante, estes quantis serão referenciados, respectivamente, como sendo: Baixo, Mediana e Alto *payout*. Em que o foco da análise será os extremos da distribuição de dividendos por parte das empresas da amostra. Finalmente, as duas regressões foram executadas para a amostra *Full*, isto é, considerando os dados das empresas dos cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) e também de forma individualizada por país.

#### 4.3.2.2. Modelos para análise da relação entre suavização de dividendos e ECVs

Para a análise da suavização dos dividendos, partiu-se do modelo seminal de Lintner (1956), conforme evidenciado pela Equação 8. No primeiro momento, buscou-se evidências de suavização dos dividendos sem o controle dos ECVs. Em um segundo momento, para analisar o efeito dos ECVs na suavização, adicionaram-se as variáveis *dummies* representativas dos ECVs, interagindo com o parâmetro que captura a suavização ( $D_{i,t-1}$ ), como pode ser observado na Equação 9.

As Equações 8 e 9 foram executadas para a amostra *Full*, composta pelos cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru) e também de forma individualizada. Em razão dos problemas de multicolinearidade, provocados pela quantidade de *dummies* e dos termos de interação, a Equação 9 foi estimada considerando, individualmente, cada ECV.

$$Div_{it} = \alpha_i + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + e_{it} \quad (8)$$

$$Div_{it} = \alpha_i + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \beta_3 D_{ECV_{it}} + \beta_4 (D_{i,t-1} \times D_{ECV_{it}}) + e_{it} \quad (9)$$

Onde:

$Div_{it}$  = Dividendos pagos no ano  $t$ ;

$D_{i,t-1}$  = nível alvo de dividendos para a empresa  $i$  no ano  $t - 1$ ;

$E_{i,t}$  = lucro da empresa no ano  $t$ ;

$\beta_1 - \beta_4$  = parâmetros;

$D_{ECV_{it}}$  = representa o vetor de *dummies* do estágio de ciclo vida das empresas;

$D_{Int_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de introdução;  $D_{Cresc_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de crescimento;  $D_{Mat_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de maturidade;  $D_{Declin_{it}}$  = representa a *dummy* do estágio de declínio;

$e_{it}$  = representa o termo de erro.

As equações 8 e 9 foram estimadas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), com o uso de matriz robusta de White para correção de problemas de heterocedasticidade, com o uso de matriz robusta de Newey-West para correção de problemas de heterocedasticidade e auto correlação serial.

## 5 RESULTADOS

### 5.1 ANALISE DESCRITIVA DOS DADOS

Em relação à análise descritiva dos dados, pode-se verificar a distribuição das 3.945 observações, para a amostra *Full* composta por empresas dos cinco países (Argentina, Brasil, Chile, México e Peru), as empresas ficaram enquadradas nos diversos estágios de ciclo de vida, conforme evidenciado na Tabela 2. Do total de 3.945 empresas/ano informadas na amostra final 10,3% dos dados ficaram enquadrados na fase da introdução; 23,2% na fase de crescimento; 50,3% na fase da maturidade; 11,3% na fase da turbulência e 4,9% na fase do declínio.

Os achados da média dos dados dos ECVs estão em linha com os resultados encontrados por Dickinson (2011), onde se verificou uma concentração menor nas fases de Introdução, Turbulência e Declínio; enquanto se verificou uma maior concentração de empresas nas fases de crescimento e maturidade. Os resultados encontrados por Dickinson (2011) foram respectivamente, 11,8% para Introdução; 33,9% para Crescimento; 41,1% para Maturidade; 7,9% para Turbulência e 4,9% para Declínio.

**Tabela 2** - Descritiva dos dados ECVs

<b>Variáveis</b>	<b>Dados</b>	<b>Distribuição Média</b>
Introdução	406	10,3%
Crescimento	915	23,2%
Maturidade	1985	50,3%
Turbulência	444	11,3%
Declínio	195	4,9%
<b>Total</b>	<b>3945</b>	<b>100,0%</b>

**Fonte:** Elaboração Própria

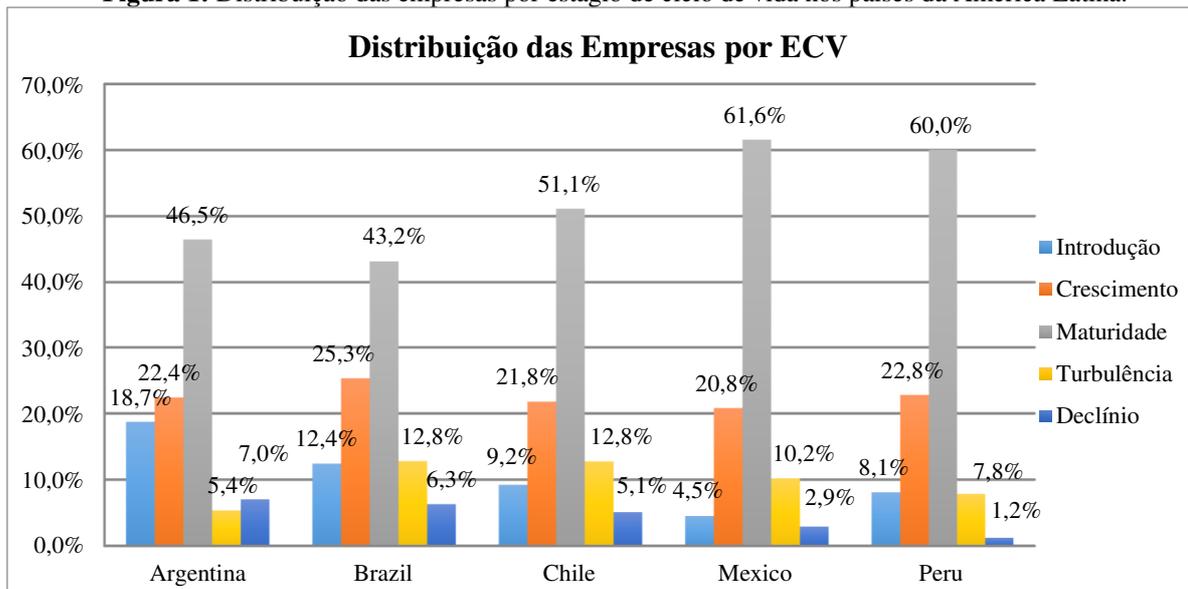
Efetuando a análise vertical dos dados, é possível verificar a grandeza da distribuição destes por estágio de ciclo de vida. A Tabela 3 mostra como ficou a distribuição dos dados dos cinco ECVs por países. A concentração de dados em todas as cinco fases foi maior no Brasil, possivelmente, devido sua maior representatividade em termos de amostra (1985 observações).

**Tabela 3** - Descritiva dos dados ECVs por país

<b>País</b>	<b>Introdução</b>	<b>Crescimento</b>	<b>Maturidade</b>	<b>Turbulência</b>	<b>Declínio</b>
Argentina	13,79%	7,32%	7,00%	3,60%	10,77%
Brasil	48,52%	43,93%	34,51%	45,72%	51,28%
Chile	21,92%	22,95%	24,84%	27,70%	25,13%
México	7,64%	15,63%	21,31%	15,77%	10,26%
Peru	8,13%	10,16%	12,34%	7,21%	2,56%
Total Geral	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaboração Própria

A amostra por país foi composta pelos seguintes dados: Argentina 299 empresas/ano; Brasil 1.587 empresas/ano; Chile 964 empresas/ano; México 687 empresas/ano; e Peru 408 empresas/ano. A distribuição nos países da América Latina pode ser visualizada na Figura 1, que possibilita a identificação de uma maior concentração de empresas no ciclo de maturidade. No estudo de Dickinson (2011), verificou-se essa curva de concentração nos ECVs de crescimento e maturidade.

**Figura 1:** Distribuição das empresas por estágio de ciclo de vida nos países da América Latina.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com o objetivo de analisar e medir de forma simultânea as relações entre as variáveis do estudo foi elaborada a matriz de correlação das variáveis de política de dividendos, de controle e das variáveis representativas dos ECVs. Analisando-se todas as interações da variável de interesse de política de dividendos com os ECVs, não se identificaram correlações significativas. Destaca-se que esses resultados são em termos de correlações médias e indicam apenas a direção da associação entre as variáveis. Portanto, por meio dessas análises preliminares não é possível inferir quanto à relação entre níveis de *payout* nos quantis e

ECVs. Por meio do exame não se identificou correlação das variáveis de controle com os ECVs. As correlações mais significativas ocorreram entre as fases de transição, uma vez que as empresas se encontram no limiar de mudança de estágio de ciclo de vida. Para as fases de Introdução e Crescimento, identificou-se uma correlação de 18,6%; para as fases de Introdução e Maturidade se identificou uma correlação de 34%; para as fases de Crescimento e Maturidade a correlação foi de 55,3% e para a Maturidade e Turbulência foi de 35,8%.

Posteriormente, objetivando considerar e medir de forma simultaneamente as relações entre as variáveis do estudo, efetuou-se a matriz de correlação das variáveis de suavização de dividendo e ECVs. Analisando-se todas as interações da variável de interesse de suavização de dividendos com os ECVs, não foram encontradas correlações significativas entre estas variáveis. Destaca-se que a análise foi apenas das variáveis utilizadas para estimar a suavização de dividendos, uma vez que a suavização é obtida por meio de uma variável de estimada (parâmetro da regressão). A correlação mais significativa identificada foi entre o Lucro Líquido e os Dividendos Defasados, e esta correlação tem fundamentação no modelo de Lintner (1956), pois este corrobora que os dividendos defasados explicam o lucro líquido atual.

**Tabela 4** - Matriz de correlação das variáveis de Política de Dividendo; Controle e ECVs

Variáveis	Payout_Ratio	Market-to-book	ROE	Tamanho	Endividamento	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
<b>Payout_Ratio</b>	1,000									
<b>Market-to-book</b>	-0,002	1,000								
<b>ROE</b>	0,000	-0,003	1,000							
<b>Tamanho</b>	0,011	-0,034	-0,014	1,000						
<b>Endividamento</b>	-0,009	0,055	0,000	0,231	1,000					
<b>Introdução</b>	-0,020	0,061	-0,012	-0,057	0,134	1,000				
<b>Crescimento</b>	-0,029	-0,031	-0,009	0,012	0,069	-0,186	1,000			
<b>Maturidade</b>	0,033	-0,001	0,027	0,045	-0,098	-0,341	-0,553	1,000		
<b>Turbulência</b>	0,006	-0,011	-0,011	0,001	-0,070	-0,121	-0,196	-0,358	1,000	
<b>Declínio</b>	0,002	-0,007	-0,013	-0,046	0,005	-0,077	-0,125	-0,230	-0,081	1,000

Fonte: Dados da pesquisa

**Tabela 5** - Matriz de correlação das variáveis de Suavização de Dividendo e ECVs

Variáveis	Div. Defasado	Lucro Líquido	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
<b>Div. Defasado</b>	1,000						
<b>Lucro Líquido</b>	0,820	1,000					
<b>Introdução</b>	-0,025	-0,012	1,000				
<b>Crescimento</b>	-0,039	-0,038	-0,186	1,000			
<b>Maturidade</b>	0,033	0,000	-0,341	-0,553	1,000		
<b>Turbulência</b>	0,017	0,024	-0,121	-0,196	-0,358	1,000	
<b>Declínio</b>	0,009	0,056	-0,077	-0,125	-0,230	-0,081	1,000

Fonte: Dados da pesquisa

Foi realizada a análise dos percentis do *Dividend Payout Ratio* (política de dividendos) nos diversos ECVs, e posteriormente, uma apreciação adicional em função dos desvios dos percentis para identificar padrões nas concentrações dos dados no ECVs.

Este procedimento foi efetuado para a amostra *Full* composta por cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México), e posteriormente efetivada de modo individual para cada um destes países. Os resultados da análise encontram-se nas Tabelas 6, 7, 8, 9, 10 e 11. Sendo efetuados os procedimentos listados para a obtenção dos achados.

- a) Ordenação decrescente dos dados em função da Política de Dividendos;
- b) Divisão dos dados em cinco percentis de 20%;
- c) Somatório das *dummies* nestes percentis, plotagem dos resultados e análise vertical da concentração dos ECVs nos cinco percentis.

Para a amostra *Full*, composta pelos cinco países, notou-se uma concentração de dados em função da política de dividendos nos ECVs, conforme identificado na literatura (DICKINSON 2011). Em seu estudo Dickinson (2011) encontrou os seguintes percentuais por ECV, 11,89% para a introdução; 33,95% para o crescimento; 41,18% para a maturidade; 7,98% para a turbulência e 4,99% para o declínio. Sendo encontrados nesta observação, os seguintes dados para a distribuição das empresas por ECV: para a amostra *Full* 10,29% na introdução; 23,19% no crescimento; 50,32% na maturidade; 11,25% na turbulência e 4,94% no declínio, estando tais achados alinhados aos resultados encontrados por Dickinson (2011).

Na introdução houve concentração de 60% dos dados no 1º e 2º percentis, com os respectivos desvios de 10% e 11% em relação à média. Fato este que possibilita inferir que empresas que se encontram na fase de introdução distribuem dividendos em menor quantidade, estando estes resultados alinhados com aqueles encontrados nas pesquisas anteriores sobre ECV.

Na maturidade houve concentração de 47,7% dos dados no 4º e 5º percentis, com os respectivos desvios de 2,4% e 5,3% em relação à média. Fato este que possibilita inferir que empresas que se encontram na etapa de maturidade distribuem mais dividendos, empresas com maior capacidade de gerar recursos para se auto financiar, estando tais achados de acordo com aqueles encontrados em pesquisas antecedentes sobre ECV.

No declínio houve concentração de 59% dos dados no 2º e 3º percentis, com os respectivos desvios de 16,9% e 2,1% em relação à média. Fato este que possibilita a inferência de que empresas que se encontram na fase de declínio distribuem menos dividendos, em linha com o encontrado nos estudos precedentes sobre ECV.

No crescimento e turbulência as empresas se encontram em zonas limiares. As que estão em crescimento se posicionam entre introdução e maturidade; e as que estão na turbulência entre maturidade e declínio. Esta zona limiar faz com que as firmas estejam dispersas em todos os cinco percentis, com poucos desvios da média, na análise de distribuição de dividendos.

Identificaram-se comportamentos semelhantes na distribuição das empresas na análise individualizada dos países da América Latina. Na fase da introdução houve uma concentração maior dos dados nos primeiros percentis com menores níveis de *dividend payout* na Argentina, Brasil, Chile e Peru. O México apresentou uma maior concentração no 4º percentil, em que as empresas teriam um nível de *dividend payout* mais elevado.

Na etapa de crescimento, todos os cinco países apresentaram maior concentração de empresas nos últimos percentis indicando que empresas nesta fase apresentam um *dividend payout* mais elevado.

No declínio todos os cinco países apresentaram maior concentração de empresas nos primeiros percentis, indicando que as empresas apresentam menores níveis de *dividend payout*, em linha com o relatado na literatura prévia. Uma vez que empresas em momentos de crise tendem a reter os lucros, visando equalizar a saúde financeira.

**Tabela 6 - FULL** - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	122	<b>30,0%</b>	<b>10,0%</b>	173	18,9%	-1,1%	354	17,8%	-2,2%	103	<b>23,2%</b>	<b>3,2%</b>	37	19,0%	-1,0%
2°	126	<b>31,0%</b>	<b>11,0%</b>	190	<b>20,8%</b>	<b>0,8%</b>	312	15,7%	-4,3%	89	20,0%	0,0%	72	<b>36,9%</b>	<b>16,9%</b>
3°	75	18,5%	-1,5%	212	<b>23,2%</b>	<b>3,2%</b>	372	18,7%	-1,3%	86	19,4%	-0,6%	43	<b>22,1%</b>	<b>2,1%</b>
4°	54	13,3%	-6,7%	186	20,3%	0,3%	445	<b>22,4%</b>	<b>2,4%</b>	81	18,2%	-1,8%	23	11,8%	-8,2%
5°	29	7,1%	-12,9%	154	16,8%	-3,2%	502	<b>25,3%</b>	<b>5,3%</b>	85	19,1%	-0,9%	20	10,3%	-9,7%
<b>Total</b>	406	100,0%		915	100,0%		1985	100,0%		444	100,0%		195	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

**Tabela 7 - BRASIL** - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	60	<b>30,5%</b>	<b>10,5%</b>	72	17,9%	-2,1%	121	17,7%	-2,3%	46	<b>22,7%</b>	<b>2,7%</b>	18	18,0%	-2,0%
2°	65	<b>33,0%</b>	<b>13,0%</b>	77	19,2%	-0,8%	85	12,4%	-7,6%	44	<b>21,7%</b>	<b>1,7%</b>	46	<b>46,0%</b>	<b>26,0%</b>
3°	35	17,8%	-2,2%	105	<b>26,1%</b>	<b>6,1%</b>	134	19,6%	-0,4%	32	15,8%	-4,2%	11	11,0%	-9,0%
4°	25	12,7%	-7,3%	80	19,9%	-0,1%	159	<b>23,2%</b>	<b>3,2%</b>	41	<b>20,2%</b>	<b>0,2%</b>	12	12,0%	-8,0%
5°	12	6,1%	-13,9%	68	16,9%	-3,1%	186	<b>27,2%</b>	<b>7,2%</b>	40	19,7%	-0,3%	13	13,0%	-7,0%
<b>Total</b>	197	100,0%		402	100,0%		685	100,0%		203	100,0%		100	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 8 - MÉXICO - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	6	10,7%	-9,3%	24	10,5%	-9,5%	83	12,7%	-7,3%	19	16,1%	-3,9%	5	14,7%	-5,3%
2°	14	<b>25,0%</b>	<b>5,0%</b>	30	13,2%	-6,8%	73	11,2%	-8,8%	15	12,7%	-7,3%	5	14,7%	-5,3%
3°	5	8,9%	-11,1%	35	15,4%	-4,6%	77	11,8%	-8,2%	15	12,7%	-7,3%	5	14,7%	-5,3%
4°	31	<b>55,4%</b>	<b>35,4%</b>	115	<b>50,4%</b>	<b>30,4%</b>	316	<b>48,5%</b>	<b>28,5%</b>	59	<b>50,0%</b>	<b>30,0%</b>	16	<b>47,1%</b>	<b>27,1%</b>
5°	0	0,0%	-20,0%	24	10,5%	-9,5%	102	15,7%	-4,3%	10	8,5%	-11,5%	3	8,8%	-11,2%
<b>Total</b>	56	100,0%		228	100,0%		651	100,0%		118	100,0%		34	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 9 - ARGENTINA - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	13	<b>23,2%</b>	<b>3,2%</b>	14	<b>20,9%</b>	<b>0,9%</b>	25	18,0%	-2,0%	4	<b>25,0%</b>	<b>5,0%</b>	4	19,0%	-1,0%
2°	15	<b>26,8%</b>	<b>6,8%</b>	11	16,4%	-3,6%	23	16,5%	-3,5%	7	<b>43,8%</b>	<b>23,8%</b>	4	19,0%	-1,0%
3°	16	<b>28,6%</b>	<b>8,6%</b>	15	<b>22,4%</b>	<b>2,4%</b>	22	15,8%	-4,2%	2	12,5%	-7,5%	5	<b>23,8%</b>	<b>3,8%</b>
4°	8	14,3%	-5,7%	19	<b>28,4%</b>	<b>8,4%</b>	27	19,4%	-0,6%	2	12,5%	-7,5%	4	19,0%	-1,0%
5°	4	7,1%	-12,9%	8	11,9%	-8,1%	42	<b>30,2%</b>	<b>10,2%</b>	1	6,3%	-13,8%	4	19,0%	-1,0%
<b>Total</b>	56	100,0%		67	100,0%		139	100,0%		16	100,0%		21	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 10 - CHILE - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	28	31,5%	11,5%	42	20,0%	0,0%	82	16,6%	-3,4%	31	25,2%	5,2%	10	20,4%	0,4%
2°	24	27,0%	7,0%	56	26,7%	6,7%	74	15,0%	-5,0%	21	17,1%	-2,9%	18	36,7%	16,7%
3°	16	18,0%	-2,0%	42	20,0%	0,0%	93	18,9%	-1,1%	29	23,6%	3,6%	13	26,5%	6,5%
4°	13	14,6%	-5,4%	43	20,5%	0,5%	112	22,7%	2,7%	20	16,3%	-3,7%	5	10,2%	-9,8%
5°	8	9,0%	-11,0%	27	12,9%	-7,1%	132	26,8%	6,8%	22	17,9%	-2,1%	3	6,1%	-13,9%
<b>Total</b>	89	100,0%		210	100,0%		493	100,0%		123	100,0%		49	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 11 - PERU - Distribuição de percentis das empresas por ECVs

Percentis	Introdução			Crescimento			Maturidade			Turbulência			Declínio		
	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média	Empresas	AV%	Desvio Média
1°	7	21,2%	1,2%	22	23,7%	3,7%	46	18,8%	-1,2%	6	18,8%	-1,3%	1	20,0%	0,0%
2°	8	24,2%	4,2%	24	25,8%	5,8%	45	18,4%	-1,6%	3	9,4%	-10,6%	2	40,0%	20,0%
3°	9	27,3%	7,3%	19	20,4%	0,4%	47	19,2%	-0,8%	7	21,9%	1,9%	0	0,0%	-20,0%
4°	6	18,2%	-1,8%	19	20,4%	0,4%	48	19,6%	-0,4%	7	21,9%	1,9%	1	20,0%	0,0%
5°	3	9,1%	-10,9%	9	9,7%	-10,3%	59	24,1%	4,1%	9	28,1%	8,1%	1	20,0%	0,0%
<b>Total</b>	33	100,0%		93	100,0%		245	100,0%		32	100,0%		5	100,0%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Por meio da análise previa dos resultados obtidos nos percentis dos estágios de ciclo de vida, para a amostra composta pelos cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México), concluiu-se as inferências citadas adiante.

Na fase de introdução, maior número de empresas com menor *payout* no 1º e 2º percentis, indicando que, dentre as empresas na fase de introdução existe uma concentração de empresas com menores níveis de *payout*. Na etapa de crescimento se constatou uma concentração de empresas no 2º e 3º percentis, mostrando que durante a transição ocorreu um aumento e concentração de empresas em faixas de *payout* mais elevados. No período de maturidade, a concentração de empresas ocorreu no 4º e 5º percentis, assim, as empresas estão mais consolidadas e se espera que tenham maiores níveis de *payout*.

Na fase de turbulência e declínio as empresas se encontram em momento de transição e com dificuldades na obtenção de disponibilidades de fluxos de caixa, fato que faz com que as empresas tenham menores níveis de *payout*. Na turbulência se verificou uma concentração de empresas no 1º percentil e no declínio essa concentração ocorreu no 2º e 3º percentis.

## 5.2 RESULTADOS DA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E ECVS

Foram executadas, inicialmente, as análises das regressões considerando a variável de interesse *Dividend Payout Ratio* e as variáveis representativas dos estágios de ciclo de vida das empresas. A observação foi realizada com a amostra composta pelos cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México) e, posteriormente, estes países foram considerados individualmente. Para as regressões quantílicas, utilizaram-se os seguintes quantis para execução dos testes: baixo, mediana e alto.

Analisando os resultados que constam na Tabela 12, obtidos por meio das regressões OLS, identificou-se que o modelo de *Dividend Payout Ratio* se mostrou aderente e ajustado tanto para o conjunto da média dos países da América Latina analisados, como em suas respectivas observações individualizadas. A exceção ocorreu ao ser realizada a regressão da Argentina, em que os modelos se apresentaram ajustados, porém, não se observou significância estatística dos ECVs, impossibilitando maiores inferências sobre os resultados. Pode ser elencada como justificativa e potencial causa, o fato de os modelos de política de dividendos e ciclo de vida não terem sido desenvolvidos para capturar efeitos de crises

financeiras do porte da enfrentada pela Argentina no período da análise, estando o país com alto índice de inflação, taxas de juros elevadas e finanças públicas desequilibradas, fatores que impactam a economia do país. Além disso, em ambientes de crise a política de dividendos pode ser influenciada, fazendo com que as empresas fujam do padrão adotado em períodos de estabilidade.

Em relação à interpretação dos resultados da Tabela 12, obtidos por meio da regressão quantílica, nos demais países os resultados se mostraram significativos e em linha com os sinais esperados na literatura. Esta análise busca verificar o comportamento das empresas quanto à política de dividendos (níveis de dividendos) nos três quantis (baixo, mediana e alto).

Empresas que se encontram em ECV de introdução apresentam uma menor distribuição de dividendos, portanto, o sinal esperado para o *Dividend Payout Ratio* é negativo. Durante esse estágio de introdução a firma precisa recorrer a fontes externas para cobrir a necessidade de caixa decorrente de suas atividades, justificando o fluxo de caixa de financiamento positivo (GORT; KLEPPER, 1982; ANTHONY; RAMESH, 1992; ALVES; MARQUES, 2007) e, por conseguinte, uma retenção de dividendos para execução de reinvestimentos. Tais fatos foram corroborados tanto nos quantis baixo, quanto mediana e alto, inclusive com significância estatística. Na análise dos resultados da amostra composta por todos os países da América Latina se identificou significância de 1% nos quantis da mediana e alta.

O Brasil apresentou resultados aderentes e com significância estatística de 1% em todos os quantis. Estes achados indicam que na fase de introdução as empresas estão mais propensas a apresentarem menores níveis de *payout*, independente do quantil analisado. Estes resultados coadunam com o estudo de La Porta *et al.* (2000), no qual os autores concluíram pela importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos. Gup e Agrrawall (1996) relatam que na fase de introdução as empresas apresentam fluxos de caixa negativos, elevados investimentos e uma política de dividendos inexistente.

Segundo a literatura, as empresas que estavam no ECV de crescimento, tendem a ter seu fluxo de caixa operacional positivo (GORT; KLEPPER, 1982). No entanto, o fluxo de caixa operacional pode não ser suficiente para sustentar sua estrutura de investimento, o que obriga a firma a recorrer, ainda, a fontes externas de financiamento (ALVES; MARQUES, 2007; DICKINSON, 2011), fato este que fará com que a empresa analise sua estratégia de

retenção ou distribuição de dividendos. Desta forma os sinais encontrados estão em linha com estudos antecedentes, uma vez que empresas podem estar no limiar entre as fases de introdução ou maturidade.

Os resultados encontrados para a fase de crescimento tanto para a amostra *Full* como os países de forma individualizada indicaram que as empresas continuaram a apresentar políticas de dividendos com sinais negativos nos coeficientes, tendendo a inversão por estarem próximos a zero. Estes resultados também estão em linha com as indicações de La Porta *et al.* (2000), Gup e Agrrawall (1996), uma vez que as empresas em crescimento se encontram em transição e apresentariam fluxos de caixa positivo baixo, investimentos moderados, e a política de dividendos reduzida ou nula, mas com tendência de aumentar.

Quando as empresas se encontram na fase de maturidade tendem a apresentar caixa excedente que é utilizado para liquidar os empréstimos contraídos durante as fases anteriores (Nascimento e Crescimento) e até mesmo para pagar dividendos, justificando o fluxo de caixa de financiamento negativo (ALVES; MARQUES, 2007; DICKINSON, 2011). Nesta fase o ambiente está mais heterogêneo e competitivo, caracterizando uma etapa conservadora e com crescimento menor (NECYK, 2008), desta forma, a empresa está menos inclinada ao risco e à inovação, possibilitando assim, uma maior liberdade sobre a decisão em distribuir ou não seus dividendos. Portanto, para a análise dos sinais, espera-se que o *Dividend Payout Ratio* apresente um sinal positivo. Tal fato foi percebido na amostra *Full* e na análise individualizada dos países em seus três quantis (baixo, mediana e alto) e com níveis de significância de 1% a 10%.

Ocorreram duas exceções nos quantis de baixo para o Chile e Peru. Os resultados encontrados tanto para a amostra *Full* dos países da América Latina como na análise de forma individualizada, corroboram que na fase da Maturidade as empresas estão mais propensas a apresentarem *payouts* positivos (indicativo de distribuição de dividendos). La Porta *et al.* (2000), Gup e Agrrawall (1996), corroboram este indicativo por meio de seus apontamentos, onde afirmam que nesta fase de maturidade se espera que os fluxos de caixa sejam positivos e com aumentos, os investimentos diminuam e a empresas apresentem uma política de dividendos com aumento de distribuição de resultados.

Na observação das empresas enquadradas no ECV de declínio, Alves, Marques (2007) relatam que a diferença entre o fluxo operacional e o fluxo de investimento tende a ser usada no resgate de financiamentos anteriores e em investimentos em novos produtos, ou em outros setores. Dickinson (2011) descreve que nesta fase existe uma inexistência de entrada líquida

de recursos. Desta forma, as empresas tendem a não efetuar a distribuição de dividendos ou reduzi-los, esperando-se, portanto, sinais negativos para o *Dividend Payout Ratio*. Verificou-se tal fato na análise da amostra *Full* e dos países de forma individualizada. O Brasil apresentou resultados significantes em todos os quantis e respeitou o sinal esperado.

Os demais países também apresentaram resultados com sinais negativos, Como exceções, nota-se a Argentina, devido as suas peculiaridades relatadas anteriormente, e os países Chile e Peru no quantil de Baixo. Os resultados encontrados na fase de declínio são suportados pelos achados de La Porta *et al.* (2000) e Gup e Agrrawall (1996), estes, relatam que nesta fase a empresa apresentaria fluxos de caixa positivos/negativos, os investimentos seriam reduzidos ou até inexistentes, e as firmas apresentariam políticas de dividendos elevadas até apresentarem prejuízos. Os achados encontrados para *payout* mostram essa zona de transição na política de dividendos, como no exemplo do Chile, em que se verificou *payout* positivo no quantil baixo e negativos nos demais quantis.

A fase de turbulência apresentou sinais negativos condizentes com os esperados na literatura, resultado de uma retenção de dividendos. A empresa nesta etapa não apresenta inovações, ao invés disso, pode apresentar um cenário de estagnação (DICKINSON, 2011). Neste estágio, a firma está saindo do período de Maturidade, sendo necessária sua renovação para que ela não entre no estágio de Declínio.

**Tabela 12** - Análise da política de dividendos por meio de OLS e Quantílica sem variáveis de controle – 2010 a 2017.

ECVs	Sinal		Estatística	FULL	ARG	BRA	CHI	PER	MEX
	Esperado								
Introdução	-		OLS	0,000	0,015	0,000	0,001	0,000	0,001
		Baixo		-0,022	0,047	-0,185 ***	0,164 *	0,327	-0,021
		Mediana		-0,154 ***	-0,008	-0,322 ***	-0,056	-0,114	-0,115 ***
		Alto		-0,326 ***	-0,030	-0,445 ***	-0,291 ***	-0,273 **	-0,190 ***
Crescimento	+ -		OLS	0,001	0,020	0,001	0,001	0,001	0,000
		Baixo		0,001	-0,169	0,061	0,138	-0,236	0,006
		Mediana		-0,039 ***	0,000	0,014	-0,068	-0,153 **	0,001
		Alto		-0,044	0,002	-0,068 ***	-0,308 ***	-0,298 ***	-0,031
Maturidade	+		OLS	0,001	0,061	0,001	0,002	0,001	0,003
		Baixo		0,161	0,050	0,299 ***	-0,265 *	-0,034	0,085 **
		Mediana		0,247	0,028	0,302 ***	0,345 ***	0,177 *	0,137 ***
		Alto		0,260	0,122	0,300 ***	0,429 ***	0,207 ***	0,119 ***
Declínio	+ -		OLS	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,025
		Baixo		-0,010	0,049	-0,153 ***	0,202 ***	0,513	-0,008
		Mediana		-0,136 ***	0,040	-0,296 ***	-0,046	-0,069	-0,108 ***
		Alto		-0,303 ***	-0,010	-0,394 ***	-0,279 ***	0,153	-0,183 ***

								Continua
<b>Turbulência</b>	-	OLS	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,002
		Baixo	-0,006	0,051	-0,077	0,043	0,351	-0,022
		Mediana	-0,119 **	0,041	-0,082 *	-0,043	0,310 *	-0,115 ***
		Alto	-0,065	-0,019	-0,017	-0,276 ***	0,156	-0,094 *

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

Posteriormente foi observado o comportamento da variável de interesse *Dividend Payout Ratio* com a utilização de variáveis de controle tamanho, endividamento, *Market to Book* (MtB) e ROE nos Estágios de Ciclo de Vida das empresas. Inicialmente, realizou-se a análise com uma amostra composta de empresas de todos os cinco países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México) e, posteriormente, foi analisado cada país individualmente. Para as regressões quantílicas, utilizaram-se os seguintes quantis para execução dos testes: baixo, mediana e alto.

Efetuada a análise da amostra *Full* composta pelos cinco países citados (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México), com as variáveis de controle, identificou-se aderência do modelo da regressão quantílica com significância estatística. Apresentando os sinais esperados na literatura tanto para os ECVs de Dickinson (2011), como das variáveis de controle expostas no quadro resumo das variáveis.

Inicialmente foi executada a regressão OLS para identificar o comportamento da média dos dados da política de dividendos, das variáveis de controle nos ECVs, conforme Tabela 13. Para a amostra *Full*, composta por todos os países, os sinais esperados foram respeitados, mas não se identificou significância estatística. Este mesmo comportamento foi percebido na análise dos países de forma individualizada.

Na observação da política de dividendos por meio da regressão quantílica, percebeu-se a aderência do modelo e os sinais esperados para os ECVs e as variáveis de controle foram respeitadas, sendo identificada uma relevância estatística para os quantis de baixo, mediana e alto, na distribuição de dividendos.

Analisando os resultados sem as variáveis de controle e comparando com os resultados com as variáveis de controle (tamanho, endividamento, *Market to Book* e ROE), verificou-se a manutenção dos resultados dos sinais esperados para os cinco ECVs (introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio), como foi reportado na Tabela 12. Desse

modo, podemos concluir que na análise da política de dividendos e do enquadramento das empresas por estágios de ciclo de vida não ocorreram divergências significativas nos quantis analisados, poucas ressalvas ocorreram para os quantis baixos da Argentina na introdução; e para o Peru e o Chile nas fases de introdução e maturidade, onde foram verificados sinais opostos aos esperados.

**Tabela 13** - Análise da política de dividendos para todos os 5 países da América Latina, por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

	Sinal Esperado	FULL				
		OLS	Baixo	Mediana	Alto	
<b>Introdução</b>	<b>Introdução</b>	-	-0,246 **	-0,037 *	-0,086 ***	-0,170 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000	0,000 *
	<b>Tamanho</b>	+	0,044	0,045	0,075 ***	0,093 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,002	0,000	-0,001	-0,001
	<b>Constante</b>		0,075	-0,342	-0,526 ***	-0,546 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,001	0,005	0,016	0,020
	<b>Crescimento</b>	<b>Crescimento</b>	+ -	-0,278	-0,014	-0,028 ***
<b>Market to book</b>		+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>		+	0,000 **	0,000	0,077 *	0,000
<b>Tamanho</b>		+	0,049	0,047	-0,001 ***	0,111 ***
<b>Endividamento</b>		+ -	-0,002	0,000	-0,560	-0,002
<b>Constante</b>			0,069	-0,363	-0,560 ***	-0,701 ***
<b>Pseu. R2</b>			0,001	0,004	0,015	0,016
<b>Maturidade</b>		<b>Maturidade</b>	+	0,256	0,113 *	0,154 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,042	0,027	0,061 **	0,087 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,002	0,000	-0,001 *	-0,001
	<b>Constante</b>		-0,066	-0,220	-0,479 **	-0,644 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,001	0,008	0,021	0,025
	<b>Declínio</b>	<b>Declínio</b>	+ -	0,062	-0,023	-0,052 *
<b>Market to book</b>		+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>		+	0,000 **	0,000	0,000	0,000
<b>Tamanho</b>		+	0,049	0,044	0,077 ***	0,101 ***
<b>Endividamento</b>		+ -	-0,002	-0,001	-0,001	-0,002
<b>Constante</b>			0,011	-0,351	-0,565 ***	-0,699 ***
<b>Pseu. R2</b>			0,000	0,004	0,015	0,017
<b>Turbulência</b>		<b>Turbulência</b>	-	0,047	-0,023	-0,028
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,050	0,000	0,078 ***	0,110 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,002	-0,351	-0,001	-0,002
	<b>Constante</b>		0,012	-0,344	-0,561 ***	-0,621 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,000	0,004	0,015	0,016

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

De forma geral os resultados na Argentina, evidenciados na Tabela 14, tanto para a regressão OLS quanto para as quantílicas, apresentaram adequação aos modelos, mas sem

relevância estatística, e respeitaram os sinais esperados. Ocorreram algumas exceções como para a variável *Market to Book* para as fases de crescimento, maturidade e declínio; e para a variável Tamanho, na fase de maturidade, ambas na Argentina. Tal fato, novamente, pode ter relação com a crise enfrentada pelo país.

**Tabela 14** - Análise da política de dividendos para a Argentina por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

		ARGENTINA				
		Sinal Esperado	OLS	Baixo	Mediana	Alto
<b>Introdução</b>	<b>Introdução</b>	-	-0,139 **	0,030 *	-0,021 ***	-0,043 ***
	<b>Market to book</b>	+	-0,002	-0,003	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000	0,000 *
	<b>Tamanho</b>	+	0,006	-0,055	0,015 ***	0,025 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	0,000	-0,001	-0,003
	<b>Constante</b>		0,405	0,451	-0,002 ***	0,057 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,038	0,029	0,012	0,039
<b>Crescimento</b>	<b>Crescimento</b>	+ -	-0,183	-0,142	-0,014 ***	-0,031 ***
	<b>Market to book</b>	+	-0,003	-0,002	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000 *	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,036	-0,041	0,018 ***	0,026 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	0,000	-0,002	-0,003
	<b>Constante</b>		0,175	0,346	-0,028 ***	0,032 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,048	0,057	0,000	0,010
<b>Maturidade</b>	<b>Maturidade</b>	+	0,251	0,058 *	0,034 ***	0,053 ***
	<b>Market to book</b>	+	-0,002	-0,002	0,000 ***	0,001 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	-0,002	-0,065	0,017 **	0,030 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	0,001	-0,002 *	-0,003
	<b>Constante</b>		0,344	0,501	0,029 **	-0,001 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,084	0,035	0,015	0,045
<b>Declínio</b>	<b>Declínio</b>	+ -	-0,116	0,017	0,028 *	0,044 ***
	<b>Market to book</b>	+	-0,003	-0,003	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,009	-0,059	0,021 ***	0,033 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,005	0,001	-0,001	-0,003
	<b>Constante</b>		0,404	0,473	-0,079 ***	-0,045 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,030	0,028	0,011	0,037
<b>Turbulência</b>	<b>Turbulência</b>	-	-0,069	0,033	-0,019	-0,038
	<b>Market to book</b>	+	-0,003	-0,003	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,016	-0,058	0,016 ***	0,024 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	0,000	-0,001	-0,003
	<b>Constante</b>		0,325	0,468	-0,023 ***	0,053 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,028	0,029	0,010	0,036

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

De maneira geral, os resultados encontrados na Tabela 15 para o Brasil, tanto para a regressão OLS quanto para as quantílicas apresentaram adequação aos modelos, tendo relevância estatística e respeitando os sinais esperados. As empresas que estão enquadradas

nas fases de Introdução, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio e que foram controladas, apresentaram resultados significativos e com aderência às expectativas dos sinais. Ocorreram algumas exceções para a questão de relevância estatística, como é o caso da variável de controle ROE, que não apresentou relevância em nenhum dos ECVs na análise dos diversos quantis.

**Tabela 15** - Análise da política de dividendos para o Brasil por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

	Sinal Esperado	BRASIL			
		OLS	Baixo	Mediana	Alto
<b>Introdução</b>	-	-0,273 **	-0,123 *	-0,154 ***	-0,190 ***
<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000	0,000 *
<b>Tamanho</b>	+	0,130	0,140	0,153 ***	0,159 ***
<b>Endividamento</b>	+ -	-0,007	-0,003	-0,004	-0,004
<b>Constante</b>		-0,309	-0,976	-0,950 ***	-0,821 ***
<b>Pseu. R2</b>		0,001	0,027	0,032	0,030
<b>Crescimento</b>	+ -	-0,467	-0,005	-0,001 ***	0,023 ***
<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000 *	0,000
<b>Tamanho</b>	+	0,156	0,149	0,167 ***	0,173 ***
<b>Endividamento</b>	+ -	-0,007	-0,003	-0,004	-0,005
<b>Constante</b>		-0,459	-1,077	-1,083 ***	-0,948 ***
<b>Pseu. R2</b>		0,002	0,025	0,029	0,029
<b>Maturidade</b>	+	0,369	0,138 *	0,183 ***	0,238 ***
<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
<b>Tamanho</b>	+	0,123	0,153	0,154 **	0,166 ***
<b>Endividamento</b>	+ -	-0,006	-0,003	-0,003 *	-0,004
<b>Constante</b>		-0,448	-1,119	-1,073 **	-1,063 ***
<b>Pseu. R2</b>		0,002	0,035	0,036	0,034
<b>Declínio</b>	+ -	0,317	-0,146	-0,166 *	-0,166 ***
<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>	+	0,000 **	0,000	0,000	0,000
<b>Tamanho</b>	+	0,153	0,150	0,164 ***	0,168 ***
<b>Endividamento</b>	+ -	-0,007	-0,003	-0,004	-0,005
<b>Constante</b>		-0,535	-1,009	-1,064 ***	-0,883 ***
<b>Pseu. R2</b>		0,001	0,030	0,031	0,027
<b>Turbulência</b>	-	0,078	-0,068	-0,090	-0,098
<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
<b>ROE</b>	+	0,000 *	0,000	0,000	0,000
<b>Tamanho</b>	+	0,145	0,146	0,168 ***	0,184 ***
<b>Endividamento</b>	+ -	-0,007	-0,003	-0,004	-0,005
<b>Constante</b>		-0,467	-1,031	-1,092 ***	-1,033 ***
<b>Pseu. R2</b>		0,001	0,026	0,030	0,026

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

De modo geral, os resultados encontrados para o México, evidenciados na Tabela 16, tanto para a regressão OLS quanto para as quantílicas, apresentaram adequação aos modelos e respeitaram os sinais esperados. Na análise com a utilização das variáveis de controle

tamanho, endividamento, *Market to Book* (MtB) e ROE, as empresas que estão enquadradas nas fases de Introdução, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio, não apresentaram resultados significativos para todas as variáveis de controle, mas se identificou aderência aos sinais esperados. Em relação às variáveis de controle, apenas o tamanho apresentou relevância estatística nos ECVs.

**Tabela 16** - Análise da política de dividendos para o México por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

		MÉXICO				
		Sinal Esperado	OLS	Baixo	Mediana	Alto
<b>Introdução</b>	<b>Introdução</b>	-	-0,149 **	-0,017 *	-0,033 ***	-0,032 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,000	0,001	0,000 *
	<b>Tamanho</b>	+	0,157	0,067	0,107 ***	0,162 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	0,005	0,000	0,000	-0,001
	<b>Constante</b>		-1,621	-0,606	-0,962 ***	-1,424 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,013	0,015	0,042	0,044
<b>Crescimento</b>	<b>Crescimento</b>	+ -	-0,050	-0,004	-0,004 ***	-0,010 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,000	0,001 *	0,001
	<b>Tamanho</b>	+	0,163	0,069	0,106 ***	0,161 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	0,005	0,000	0,000	-0,001
	<b>Constante</b>		-1,672	-0,621	-0,951 ***	-1,415 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,013	0,015	0,042	0,044
<b>Maturidade</b>	<b>Maturidade</b>	+	0,172	0,034 *	0,027 ***	0,091 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,002 *	0,001	0,001	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,155	0,087	0,099 **	0,139 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	0,005	-0,001	-0,001 *	-0,001
	<b>Constante</b>		-1,712	-0,784	-0,893 **	-1,229 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,015	0,029	0,043	0,049
<b>Declínio</b>	<b>Declínio</b>	+ -	0,198	-0,006	-0,008 *	-0,041 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,001	0,001	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,160	0,084	0,108 ***	0,163 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	0,005	-0,001	0,000	-0,001
	<b>Constante</b>		-1,663	-0,752	-0,971 ***	-1,426 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,034	0,028	0,042	0,044
<b>Turbulência</b>	<b>Turbulência</b>	-	-1,568	-0,043	-0,048	-0,078
	<b>Market to book</b>	+	0,000	0,000	0,000 ***	0,000 ***
	<b>ROE</b>	+	0,002 *	0,001	0,001	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,131	0,084	0,107 ***	0,164 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	0,004	0,000	0,000	-0,001
	<b>Constante</b>		-1,275	-0,750	-0,963 ***	-1,444 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,014	0,029	0,043	0,045

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

Na análise dos resultados do Peru, conforme a Tabela 17, tanto para a regressão OLS quanto para as quantílicas, os achados demonstraram adequação aos modelos, apresentaram

relevância estatística para os quantis de mediana e alta e respeitaram os sinais esperados. As empresas que estão enquadradas nas fases de Introdução, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio e que foram controladas, apresentaram resultados significativos e com aderência às expectativas dos sinais. A exceção para a questão de relevância estatística foi verificada para a variável de controle ROE, que não apresentou relevância em nenhum dos ECVs na análise dos diversos quantis.

**Tabela 17** - Análise da política de dividendos para o Peru por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

		PERU				
	Sinal Esperado	OLS	Baixo	Mediana	Alto	
<b>Introdução</b>	<b>Introdução</b>	-	-0,044 **	0,365 *	-0,020 ***	-0,005 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,077	0,081	0,054 ***	0,052 ***
	<b>ROE</b>	+	-0,001 **	0,009	0,000	0,000 *
	<b>Tamanho</b>	+	0,561	0,633	0,208 ***	0,264 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,006	0,012	-0,004	-0,006
	<b>Constante</b>		-4,838	-7,040	-1,618 ***	-1,994 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,011	0,020	0,049	0,060
<b>Crescimento</b>	<b>Crescimento</b>	+ -	-0,291	-0,160	-0,034 ***	-0,062 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,076	0,064	0,049 ***	0,042 ***
	<b>ROE</b>	+	-0,002 **	0,009	0,000 *	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,552	0,595	0,237 ***	0,272 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,005	0,013	-0,004	-0,006
	<b>Constante</b>		-4,728	-6,684	-1,840 ***	-2,038 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,012	0,019	0,049	0,060
<b>Maturidade</b>	<b>Maturidade</b>	+	0,193	-0,143 *	0,024 ***	0,053 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,073	0,080	0,049 ***	0,049 ***
	<b>ROE</b>	+	-0,002 *	0,009	0,000	-0,001
	<b>Tamanho</b>	+	0,543	0,637	0,217 **	0,265 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	0,011	-0,004 *	-0,006
	<b>Constante</b>		-4,841	-6,960	-1,722 **	-2,034 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,012	0,019	0,048	0,059
<b>Declínio</b>	<b>Declínio</b>	+ -	0,728	1,407	0,057 *	0,398 ***
	<b>Market to book</b>	+	0,081	0,072	0,051 ***	0,051 ***
	<b>ROE</b>	+	-0,001 **	0,010	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,586	0,680	0,216 ***	0,274 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,006	0,013	-0,004	-0,006
	<b>Constante</b>		-5,079	-7,512	-1,698 ***	-2,072 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,011	0,021	0,049	0,058
<b>Turbulência</b>	<b>Turbulência</b>	-	0,029	0,123	0,008	0,138
	<b>Market to book</b>	+	0,078	0,070	0,054 ***	0,049 ***
	<b>ROE</b>	+	-0,001 *	0,009	0,000	0,000
	<b>Tamanho</b>	+	0,562	0,608	0,209 ***	0,276 ***
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,006	0,013	-0,004	-0,006
	<b>Constante</b>		-4,853	-6,826	-1,625 ***	-2,083 ***
	<b>Pseu. R2</b>		0,011	0,019	0,048	0,058

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

Na análise dos resultados do Chile, conforme a Tabela 18, estes demonstraram adequação aos modelos, tanto para a regressão OLS, quanto para as regressões quantílicas,

possuindo relevância estatística para os quantis da mediana e alto *payout* e respeitaram os sinais esperados. Na observação dos achados com as variáveis de controle, identificou-se que os resultados foram significativos e com adesão às expectativas dos sinais, para as empresas que estão enquadradas nas fases de Introdução, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio. Ocorreram algumas exceções para a questão de relevância estatística da variável de controle ROE, que não apresentou significância em nenhum dos ECVs na análise dos diversos quantis.

**Tabela 18** - Análise da política de dividendos para o Chile por meio de OLS e Quantílica com variáveis de controle – 2010 a 2017.

		CHILE					
		Sinal Esperado	OLS	Baixo	Mediana	Alto	
<b>Introdução</b>	<b>Introdução</b>	-	-0,270 **	0,206 *	-0,112 ***	-0,175 ***	
	<b>Market to book</b>	+	-0,036	0,005	0,035 ***	0,036 ***	
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,000	0,001	0,002 *	
	<b>Tamanho</b>	+	-0,008	-0,034	0,056 ***	0,069 ***	
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,002	-0,002	0,000	0,001	
	<b>Constante</b>			0,678	0,220	-0,512 ***	-0,568 ***
	<b>Pseu. R2</b>			0,002	0,539	0,031	0,045
<b>Crescimento</b>	<b>Crescimento</b>	+ -	-0,163	0,154	-0,072 ***	-0,117 ***	
	<b>Market to book</b>	+	-0,036	0,006	0,037 ***	0,039 ***	
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,000	0,001 *	0,001	
	<b>Tamanho</b>	+	-0,011	-0,029	0,051 ***	0,065 ***	
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,003	-0,002	0,001	0,001	
	<b>Constante</b>			0,734	0,150	-0,462 ***	-0,531 ***
	<b>Pseu. R2</b>			0,002	0,005	0,029	0,044
<b>Maturidade</b>	<b>Maturidade</b>	+	0,246	-0,295 *	0,202 ***	0,030 ***	
	<b>Market to book</b>	+	-0,039	0,013	0,029 ***	0,001 ***	
	<b>ROE</b>	+	0,001 *	0,000	0,001	0,001	
	<b>Tamanho</b>	+	-0,007	-0,039	0,038 **	0,052 ***	
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,002	-0,002	0,001 *	0,001	
	<b>Constante</b>			0,531	0,411	-0,412 **	-0,507 ***
	<b>Pseu. R2</b>			0,003	0,014	0,041	0,060
<b>Declínio</b>	<b>Declínio</b>	+ -	0,249	0,239	-0,081 *	-0,147 ***	
	<b>Market to book</b>	+	-0,035	0,006	0,038 ***	0,037 ***	
	<b>ROE</b>	+	0,002 **	0,000	0,001	0,001	
	<b>Tamanho</b>	+	-0,010	-0,037	0,056 ***	0,068 ***	
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,003	-0,002	0,000	0,000	
	<b>Constante</b>			0,691	0,236	-0,513 ***	-0,560 ***
	<b>Pseu. R2</b>			0,002	0,005	0,029	0,042
<b>Turbulência</b>	<b>Turbulência</b>	-	-0,213	0,019	-0,009	-0,027	
	<b>Market to book</b>	+	-0,035	0,004	0,038 ***	0,040 ***	
	<b>ROE</b>	+	0,002 *	0,000	0,001	0,001	
	<b>Tamanho</b>	+	-0,004	-0,033	0,057 ***	0,074 ***	
	<b>Endividamento</b>	+ -	-0,004	-0,002	0,000	0,000	
	<b>Constante</b>			0,702	0,207	-0,518 ***	-0,609 ***
	<b>Pseu. R2</b>			0,002	0,003	0,028	0,040

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%.

Em síntese os resultados evidenciaram que empresas listadas em mercados da América Latina tendem a apresentar menor nível de *payout* na fase de introdução e um maior nível de *payout* na fase de maturidade, estando em linha com os estudos efetuados por Gup e Agrrawall (1996) e Dickinson (2011), uma vez que, na introdução as empresas, teoricamente, não apresentam fluxos de caixa excedentes, já na maturidade estes fluxos podem estar presentes. Esses achados também corroboram os resultados de La Porta *et al.* (2000), que reforçam a importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos.

### 5.3 REGRESSÃO SUAUIZAÇÃO DE DIVIDENDOS - LINTNER

Com o objetivo de verificar o comportamento da suavização de dividendos do modelo original de Lintner (1956), foi executada, inicialmente, a regressão OLS, seguindo o modelo especificado. Em seguida, foi feita a análise das interações dos ECVs de forma individualizada com as variáveis de suavização de dividendos. Para esta análise, seguiu-se o mesmo processo, isto é, considerou-se a amostra *Full* com os cinco países da América Latina e, posteriormente, a análise individualizada por país.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 19, as variáveis Dividendo Defasado e Lucro Líquido apresentaram significância a 1%, estando alinhadas com o estudo de Lintner (1956). Estas variáveis também se mostram significativas para o Brasil, Chile, México e Peru, a exceção ficou para a Argentina. De modo geral, o *p-value* da estatística do teste F. O R<sup>2</sup> Ajustado para a amostra *Full* foi de 0,190, indicando que 19% das variações na suavização de dividendos das empresas foram explicadas pelas variáveis explicativas que apresentaram significância estatística. Para o Brasil este R<sup>2</sup> Ajustado foi de 0,404, indicando que 40,4% das variações na suavização de dividendos das empresas foram esclarecidas pelas variáveis explicativas, mesmo estas não se mostrando significativas.

De maneira geral, a tradicional medida de suavização de dividendos é obtida por meio da estimativa a SOA (velocidade de ajustamento), através da variável dividendo defasado. Os resultados da SOA obtidos nesse estudo, mostraram-se significativos para a amostra *Full*, Brasil, Chile, México e Peru, a exceção ocorreu na Argentina.

Foi constatado um alto nível de suavização de dividendos para os países da América Latina, quando analisados e comparados, os resultados encontrados somente com o modelo de Lintner (1956) sem os ECVs, apresentam achados que estão em linha com o estudo de

(BENAVIDES, 2016), que também observou políticas de dividendos nos países da América Latina e encontrou as seguintes velocidades de ajustamento (SOA), para a Argentina 0,23; Brasil 0,24; Chile 0,15; Colômbia 0,25; México 0,28 e Peru 0,20.

Quando analisada a média da SOA para a amostra *Full*, identifica-se que a velocidade de ajustamento foi de 0,259, sendo indicativo de que as empresas efetuam a incorporação de dividendos de forma mais lenta e, por conseguinte, pode-se incorrer em conflitos de agência e assimetria de informações. Conforme o estudo de (Leary, Michaely, 2011) os gestores podem agir de forma oportunista na distribuição dos dividendos para os acionistas. A média do SOA do Brasil, Chile e Peru, foi respectivamente 0,233, 0,255 e 0,203 e estão próximos da média da amostra *Full*, demonstrando que estes países possuem uma incorporação mais lenta dos dividendos, quando comparados com a Argentina e o México, que apresentaram SOA maiores e uma incorporação mais rápida dos dividendos que a média da amostra completa, sendo respectivamente 0,328 e 0,565. No caso da Argentina por se encontrar em um período de crise, os resultados podem estar distorcidos, o país enfrenta uma grande recessão econômica nos últimos anos, e por se encontrar neste cenário o modelo de Lintner (1956) poderia impossibilitar sua análise.

Na apreciação dos ECVs na etapa de Introdução o dividendo defasado não se mostrou significativo em nenhum dos cinco países, mas, observou-se novamente que o SOA do Brasil, Chile e Peru esteve mais próximo da média da amostra completa, a Argentina e o México apresentaram SOA na introdução maior que a média. Pode-se inferir por meio dos estudos fundados na teoria dos ciclos de vida, que na fase de introdução as empresas não estariam propensas a efetuar distribuição de dividendos, uma vez que ainda estão recorrendo a fontes externas para cobrir as necessidades de fluxo de caixa de financiamento (DICKINSON, 2011).

Os achados apontam que, em média, existe suavização na fase de introdução de empresas da América Latina. Nesse sentido, Gup e Agrrawall (1996) relatam que no período de introdução as empresas estão com fluxos de caixa negativos e possuem uma política de dividendos inexistente. Mas, quando comparados os resultados dos países de forma individualizada com a média, ocorreu o aumento da SOA, e, por conseguinte, diminuição da suavização e maior velocidade de incorporação dos dividendos.

Na fase de crescimento, o dividendo defasado se mostrou significativo no Brasil, Chile e México, não sendo significativo na Argentina e Peru, de forma diferente do que foi

observado na introdução, o SOA na fase de crescimento apresentou uma redução na média da amostra dos países e também na sua análise individualizada, indicando que as empresas tenderiam a suavizar mais os dividendos, diminuindo a velocidade de incorporação destes, assim, os gestores tenderiam a ser mais cautelosos na alteração dos dividendos (LINTNER, 1956). Necessita-se atentar que a atuação dos gestores dependerá da estratégia e da política de distribuição de dividendos, uma vez que nesta fase de crescimento a empresa tenderá a apresentar fluxo de caixa operacional positivo (GORT; KLEPPER, 1982), no entanto, este fluxo pode não ser suficiente para custear sua estrutura de investimentos, fazendo com que a firma continue a demandar fontes externas de financiamento (ALVES; MARQUES, 2007; DICKINSON 2011).

Na fase de maturidade o dividendo defasado se mostrou significativo na Argentina, Brasil e Chile, não sendo significativo no México e Peru. Concernente à interpretação do SOA, os achados apontam que na América Latina as empresas tendem, em média, a suavizar os dividendos. Contudo, na análise comparativa a fase de maturidade demonstrou um aumento do SOA, sendo indicativo de uma redução da suavização de dividendos, desse modo, representa uma maior velocidade de incorporação destes aos resultados. Este fato corrobora estudos anteriores (ALVES; MARQUES, 2007; NECK 2008; DICKINSON 2011), nos quais os autores relatam que nesta fase as empresas maduras seriam mais conservadoras, apresentariam um crescimento menor e já teriam fluxos de caixa excedentes, que em teoria poderiam ser repassados em forma de dividendos, a depender da estratégia das empresas.

Nas fases de turbulência e declínio, o dividendo defasado se mostrou significativo no Brasil, Chile e México, não sendo significativo na Argentina e Peru. Os resultados do SOA nestas duas fases foram relativamente próximos da média da SOA dos países da América Latina. Nestas duas fases as empresas se encontram em zonas de transição, os fluxos de caixa estão oscilando. Na turbulência a empresa entra em fase de estagnação (DICKINSON, 2011) e no declínio se caracteriza uma inexistência de entrada líquida de recursos (DICKINSON, 2011). Portanto, não se poderia esperar em teoria um nível de SOA próximo à zero, uma vez que este indicaria que as empresas teriam uma maior suavização e menor velocidade de incorporação dos dividendos nos resultados, contudo as empresas enquadradas nestas duas fases já não estariam com dificuldades de entrada de recursos.

**Tabela 19** - Análise da suavização de dividendos por meio de OLS, para todos os 5 países da América Latina e de forma individualizada – 2010 a 2017.

		<b>FULL</b>	<b>ARG</b>	<b>BRA</b>	<b>CHI</b>	<b>PER</b>	<b>MEX</b>
<b>Lintner</b>	<b>Div.Def.</b>	-0,259 ***	-0,328	-0,233 ***	-0,255 ***	-0,203 **	-0,565 ***
	<b>LL</b>	0,148 ***	0,029	0,177 ***	0,148 ***	0,106 ***	0,355 ***
	<b>Constante</b>	- 140.000	46.600	38.900 ***	-784.000	-5.712	-102.000
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
	<b>R<sup>2</sup></b>	0,190	0,173	0,404	0,189	0,136	0,354
	<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,356	0,000	0,000	0,030	0,000
<b>Introdução</b>	<b>Div.Def.</b>	-0,261 ***	-0,324	-0,234	-0,258	-0,203	-0,566
	<b>LL</b>	0,147 ***	0,030	0,176 ***	0,147 ***	0,107	0,356 ***
	<b>Introdução</b>	- 569.000 **	-60.300 *	5.034	-2.700.000 *	316	90.200
	<b>Intr x Div.Def</b>	0,052	-0,110	0,073	0,064	-0,063	-1,595
	<b>Constante</b>	-78.400	58.500 *	37.800 *	-523.000	-5.817	-99.500
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
<b>R<sup>2</sup></b>	0,192	0,179	0,405	0,191	0,137	0,355	
<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,000	0,000	0,001	0,101	0,000	
<b>Crescimento</b>	<b>Div.Def.</b>	-0,229 ***	0,020	-0,180 ***	-0,225 ***	-0,142	-0,566 ***
	<b>LL</b>	0,148 ***	0,012	0,170 ***	0,148 ***	0,107 ***	0,355 ***
	<b>Crescimento</b>	- 134.000	132.000 *	-23.300	-727.000	16.300	-289.000
	<b>Cres x Div.Def</b>	-0,264 ***	-0,877 ***	-0,119 *	-0,263 ***	-0,372	-0,069
	<b>Constante</b>	-78.100	19.800	38.900 *	-515.000	-8.855 *	-31.600
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
<b>R<sup>2</sup></b>	0,249	0,476	0,426	0,251	0,227	0,355	
<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,074	0,000	
<b>Maturidade</b>	<b>Div.Def.</b>	-0,306 ***	-0,774 ***	-0,270 ***	-0,301 ***	-0,310	-0,451
	<b>LL</b>	0,152 ***	0,022	0,178 ***	0,154 ***	0,116 ***	0,349 ***
	<b>Maturidade</b>	445.000	-32.200	12.000	1.940.000 *	-5.630	386.000 *
	<b>Matu x Div.Def</b>	0,071	0,819 ***	0,085	0,067	0,133	-0,117
	<b>Constante</b>	- 391.000 ***	64.400 *	30.400,000 **	-1.880.000 *	-3.367	-353.000
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
<b>R<sup>2</sup></b>	0,201	0,470	0,415	0,203	0,153	0,357	
<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,076	0,000	

							Continua
Turbulência	<b>Div.Def.</b>	-0,261 ***	-0,329	-0,235 ***	-0,257 ***	-0,212	-0,567 ***
	<b>LL</b>	0,147 ***	0,029	0,175 ***	0,148 ***	0,091 ***	0,349 ***
	<b>Turbulência</b>	248.000	-59.200 *	-13.000	891.000	-8.676	-496.000
	<b>Turb x Div.Def</b>	0,017	0,002	0,027	0,011	0,303 **	0,189
	<b>Constante</b>	-165.000	50.100 *	40.600 *	-888.000 *	-2.585	-59.200
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
	<b>R<sup>2</sup></b>	0,191	0,174	0,404	0,190	0,176	0,358
<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,009	0,000	
Declínio	<b>Div.Def.</b>	-0,263 ***	-0,329	-0,233 ***	-0,260 ***	-0,203	-0,565 ***
	<b>LL</b>	0,146 ***	0,029	0,177 ***	0,147 ***	0,106 ***	0,356 ***
	<b>Declínio</b>	-488.000	-47.000 *	-20.300	-2.100.000	5.464	442.000
	<b>Decl x Div.Def</b>	0,057	-0,155	0,072	0,060	0,132	-0,193
	<b>Constante</b>	-99.400	50.400 *	39.900 *	-627.000	-5.804	-116.000
	<b>White (b)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Jarquer-Bera (a)</b>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	<b>Qnt Observações</b>	3.945	299	1.587	964	408	687
	<b>R<sup>2</sup></b>	0,192	0,174	0,404	0,192	0,136	0,355
<b>Prob &gt; F</b>	0,000	0,017	0,000	0,000	0,016	0,000	

**Fonte:** Dados da Pesquisa disponíveis nas bases de dados do Eikon® (Thomson Reuters).

\*Significativo a 10%; \*\*Significativo a 5%. \*\*\*Significativo a 1%

**Notas:** (a) De acordo com o teorema do limite central, considerando que foram utilizadas 3.945 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White e de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística t, tornando sua estimativa mais robusta; (b) Não se rejeita a hipótese de variâncias homocedásticas, ao nível de 5%; rejeita-se a hipótese de auto relação nos resíduos. Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV abaixo de 10, para todas as variáveis, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Em resumo, pode-se concluir que os países da América Latina apresentam SOA médio mais próximo à zero, o SOA é o parâmetro que Lintner (1956) utiliza para identificar a velocidade de incorporação dos lucros por meio dos dividendos defasados, quando os resultados estão mais próximos de zero, existe o indicativo da existência de uma maior suavização de dividendos e uma menor velocidade de incorporação destes nos resultados das empresas. Por meio deste estudo, e do estudo realizado por Benavides (2016) se verificou que essa incorporação na América Latina é lenta. Outro fato constatado quando se comparam os resultados da SOA (velocidade de ajustamento) deste trabalho, com os resultados encontrados por Benavides (2016), consiste na identificação de um aumento da SOA na Argentina, Chile e México, sendo este indicativo de que ocorreu uma diminuição da suavização, ressaltando que a Argentina apresenta uma peculiaridade por conta da crise econômica que vem enfrentando. Houve uma redução da SOA do Brasil, sendo este um indicativo de aumento da suavização de dividendos, e no Peru os resultados permaneceram estáveis.

Se diferenciando do trabalho de Benavides (2016), esta pesquisa trouxe a análise da SOA nos estágios de ciclo de vida, fato este que ocasionou uma nova perspectiva sobre a suavização de dividendos nas empresas da América Latina. As empresas situadas na fase de maturidade, que, em teoria, estariam mais propensas a efetuarem distribuição de dividendos (GUP; AGRRAWALL, 1996; ALVES; MARQUES, 2007; NECK 2008; DICKINSON 2011), em média, tiveram como resultados a prevalência de suavização em todas as fases. Contudo, quando se observa e compara os resultados encontrados por ECV com a média, se identifica que para as empresas da América Latina houve um aumento da SOA na Maturidade, indicando que nesta fase existe uma menor suavização e uma maior velocidade na incorporação dos dividendos aos resultados, estando, portanto, em linha com as expectativas de distribuição de dividendos relatada por outros autores (GUP; AGRRAWALL, 1996; ALVES; MARQUES, 2007; NECK 2008; DICKINSON 2011).

Para a fase de introdução a média dos resultados das empresas da América Latina mostrou que existe preponderância na existência da suavização de dividendos. Gup e Agrrawall (1996) relatam que na fase de introdução as empresas estão com fluxos de caixa negativos e tem uma política de dividendos inexistente. Os resultados encontrados podem auxiliar os usuários da informação no processo de tomada de decisão, uma vez que poderão selecionar e identificar as empresas nos diversos estágios de ciclo de vida. Possibilitando selecionar firmas que suavizem mais ou menos seus dividendos de acordo com o perfil desejado.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a estudar o comportamento da política e da suavização de dividendos nos diferentes estágios de ciclo de vida das empresas de capital aberto listadas nos mercados de países da América Latina. Dos cinco mercados selecionados, quatro deles (Brasil, Chile, México e Peru) compõem o MSCI *Emerging Market Index*, denotando a relevância destes no índice. Foram analisadas 508 empresas que permaneceram na amostra final, com informações disponíveis na base de dados da Thomson Reuters, plataforma Eikon®, no período de 2010 a 2017.

O estudo contribui para a literatura sobre análise do comportamento das empresas nos ECVs, para a política de dividendos e para suavização de forma conjunta. Uma vez que os principais estudos internacionais (MILLER; FRIESEN, 1984; FAMA; FRENCH, 2001; DE ANGELO *et al.*, 2006; DICKINSON, 2011) encontraram relação entre o ciclo de vida das firmas com a política de dividendos, retenção de lucros, lucratividade, e oportunidade de crescimento. Este estudo buscou validar esses achados e trouxe como diferencial a análise e relação da suavização de dividendos nos estágios de ciclo de vida das empresas. Com relação às companhias de capital aberto da América Latina, por meio da aplicação de análise de regressão OLS e quantílica, a pesquisa atuou de modo a identificar os padrões das firmas em cada um dos estágios do ciclo para a questão da política de dividendos e de suavização de dividendos. Não foram identificados estudos com essa abordagem, analisando as relações dos ECVs com a política de dividendos, e, principalmente, com a suavização de dividendos.

Os estudos de Wang *et al.* (2011) em Taiwan; Thanatawee (2011) na Tailândia; Coulton e Ruddock (2011) na Austrália; El-Ansary e Gomaa (2012) no Egito; Camdiba (2015) em Portugal; Silva (2015) no grupo dos BRIC, Europa, EUA e Japão; e Major, Angbäck (2017) na Suécia, analisaram estes respectivos mercados. Como contraponto, Salsa (2010), observou empresas europeias em seis países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia), contudo, abordaram somente a política de dividendos; e os estudos de Leary, Michaely (2011); Javakhadze, Ferris e Sen (2014); Benavides (2016); Sousa (2017); Mosionek-Schweda *et al.* (2017) somente a suavização de dividendos.

Os resultados da presente pesquisa apontaram que, em relação ao exame da política de dividendos, que teve como *proxy* e variável de interesse o *Dividend Payout Ratio*, foi observada a sua interação com as variáveis representativas dos estágios de ciclo de vida das empresas, sendo controladas por tamanho, endividamento, *Market to Book* (MtB) e ROE. Os resultados encontrados para os países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Peru e

México) demonstraram que estes tenderiam a apresentar menor nível de *payout* na fase de introdução; e um maior nível de *payout* na fase de maturidade, resultados estes, que estão em linha com os estudos efetuados por Gup e Agrrawall (1996) e Dickinson (2011), uma vez que na introdução as empresas não apresentariam fluxos de caixa excedentes e na maturidade estes fluxos positivos poderiam estar presentes. Das variáveis de controle utilizadas se identificou que o tamanho e o endividamento foram as apresentaram maior significância estatística na análise dos *payouts* nos ECVs, tanto para a amostra *Full* como para a análise dos países de forma individual.

Em seu estudo, Gup e Agrrawall (1996) relatam que o endividamento, fluxos de caixa e investimentos (tamanho) impactam na política de dividendos nos diversos estágios do ciclo de vida. Se alinhando também aos achados de La Porta *et al.* (2000), que reforçam a importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos.

No que tange à análise da suavização de dividendos, os resultados encontrados indicam que os países da América Latina apresentam SOA em média mais próximo à zero, esta SOA é o parâmetro que Lintner (1956) utiliza para identificar a velocidade de incorporação dos lucros por meio dos dividendos defasados. Os resultados encontrados para a média dos cinco países (Argentina, Brasil, Chile, Peru e México) e para a observação destes de forma individualizada apresentaram indicativos da existência de uma maior suavização de dividendos e uma menor velocidade de incorporação destes nos resultados das empresas. O estudo de Benavides (2016) também chegou a essa conclusão, ou seja, que para América Latina a incorporação dos dividendos aos resultados é lenta. Adicionalmente na comparação dos resultados deste trabalho com o de Benavides (2016), se identificou um aumento da SOA na Argentina, Chile e México, sendo este um indicativo de que ocorreu uma diminuição da suavização, ressaltando que a Argentina apresenta uma peculiaridade, por conta da crise econômica que vem enfrentando; houve uma redução do SOA do Brasil, indicativo de aumento da suavização de dividendos. No Peru os resultados permaneceram estáveis.

Como diferenciação este trabalho trouxe a análise da SOA nos estágios de ciclo de vida, fato este que originou uma nova perspectiva sobre a suavização de dividendos nas empresas da América Latina. Os resultados na média mostraram uma prevalência de suavização em todas as cinco fases dos ECVs (introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio).

Para a fase de introdução, a média dos resultados das empresas da América Latina aponta que existe preponderância em relação à existência da suavização de dividendos. Gup e Agrrawall (1996) relatam que na fase de introdução as empresas estão com fluxos de caixa negativos e têm uma política de dividendos inexistente.

Assim como qualquer outra pesquisa científica, esta possui suas limitações no que se refere aos meios utilizados para atingir o objetivo proposto, e, portanto, responder ao problema de pesquisa. Assim, enfatiza-se que todas as evidências apresentadas por esta pesquisa estão limitadas à metodologia utilizada, às amostras que foram definidas em função da disponibilidade dos dados de política de dividendos, à suavização de dividendos, aos dados das demonstrações de fluxo de caixa para enquadramento nos ECVs e ao período analisado.

Contudo, sugere-se para pesquisas futuras, a utilização de outros métodos capazes de testar empiricamente as características e especificidades de setores não abordadas por este trabalho, principalmente o setor financeiro, a ampliação do período analisado, e a comparação com outros mercados, podendo-se assim confirmar ou não as evidências aqui apresentadas, e contribuir, por meio de evidências empíricas, para as discussões no que se refere ao modo como os ECVs podem impactar a política de distribuição e a suavização de dividendos.

## REFERÊNCIAS

- ADIZES, Ichak. Os ciclos de vida das organizações: como e porque as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito. **Pioneira**, 1990.
- AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Dividend policy and the organization of capital markets. **Journal of multinational financial management**, v. 13, n. 2, p. 101-121, 2003.
- ALALI, Fatima A.; FOOTE, Paul Sheldon. The value relevance of international financial reporting standards: Empirical evidence in an emerging market. **The international journal of accounting**, v. 47, n. 1, p. 85-108, 2012.
- AL-HADI, Ahmed; HASAN, Mostafa Monzur; HABIB, Ahsan. Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 2, p. 145-170, 2016.
- AL-KUWARI, D. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges. **Global Economy & Finance Journal**, v. 2, n. 38-63, 2009.
- ALVES, L. C. O.; MARQUES, J.A. V. D. C. Identificação das fases do ciclo de vida de empresas através da análise das Demonstrações dos Fluxos de Caixa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n. 3, 2007.
- ANTHONY, Joseph H.; RAMESH, Krishnamoorthy. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. **Journal of Accounting and economics**, v. 15, n. 2-3, p. 203-227, 1992.
- ARRAZOLA, María et al. Determinantes de la distribución de dividendos. **Investigaciones económicas**, v. 16, n. 2, p. 235-258, 1992.
- ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. **Caderno de estudos**, n. 16, p. 01-17, 1997.
- ASSAF NETO, Alexandre. GUASTI LIMA, Fabiano. **Fundamentos da administração financeira. São Paulo/RS. Ed. Atlas**, 2010.
- BAGUÉS, E.; FUMÁS, V. Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles. **Investigaciones económicas**, v. 19, n. 3, p. 329-348, 1995.
- BAKER, H. Kent; POWELL, Gary. **Understanding financial management: A practical guide**. John Wiley & Sons, 2009.
- BARLETTA, Flavia Nazaré de Souza *et al.* **Fatores de Influência nas políticas de dividendos das empresas brasileiras, listadas na BM&FBOVESPA**, entre os anos de 2008 e 2013. 2014.
- BENARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past?. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1007-1034, 1997.
- BENAVIDES, Julian; BERGGRUN, Luis; PERAFAN, Hector. Dividend payout policies: Evidence from Latin America. **Finance Research Letters**, v. 17, p. 197-210, 2016.

- BERNSTEIN, Peter L. Dividends: The Puzzle. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 16-22, 1996.
- BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **Journal of portfolio management**, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976.
- BRAV, Alon *et al.* Payout policy in the 21st century. **Journal of financial economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, 2005.
- BULAN, Laarni; SUBRAMANIAN, Narayanan; TANLU, Lloyd. On the timing of dividend initiations. **Financial Management**, p. 31-65, 2007.
- BREALEY, R.; MYERS, S. **Princípios de Finanças Internacionais**, 3ª Edição. 1992.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Campus, 1999.
- CAMERON, Adrian Colin; TRIVEDI, Pravin K. **Microeconometrics using stata**. College Station, TX: Stata press, 2010.
- CANDIMBA, Cristovão Emanuel Nalumbo. **A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas**. 2015. Tese de Doutorado. Instituto Politécnico de Setúbal.
- COSTA, Wando Belffi da. **Ciclo de vida empresarial e qualidade da informação contábil das companhias abertas brasileiras**. 2015. Dissertação de Mestrado do PPGCC da UFES.
- COSTA, Wando Belffi da *et al.* The Determinants of the Life Cycle Stages of Brazilian Public Companies: A Study Based on Financial-Accounting Variables. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 14, n. 3, p. 304-320, 2017.
- COULTON, Jeffrey J.; RUDDOCK, Caitlin. Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. **Accounting & Finance**, v. 51, n. 2, p. 381-407, 2011.
- CORNELL, Bradford; BAKER, H. Kent. Stock Repurchases and Dividends: Trade-Offs and Trends. **Dividends and Dividend Policy**, p. 275-290, 2009.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas-: Teoria e Prática**. Bookman Editora, 2004.
- DAMODARAN, A. **Corporate Finance: Theory and Practice**. Wiley, 2. Ed., 2001.
- DAMODARAN, Aswath. **Volatility rules: Valuing emerging market companies**. 2009.
- DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; STULZ, René M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial economics**, v. 81, n. 2, p. 227-254, 2006.
- DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.
- DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.

DENIS, David; STEPANYAN, Gohar. Factors influencing dividends. **Dividends and Dividend Policy**, p. 55-69, 2009.

DEWENTER, Kathryn L.; WARTHER, Vincent A. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. **The journal of finance**, v. 53, n. 3, p. 879-904, 1998.

DICKINSON, Victoria. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.

DRAKE, Katharine. Does Firm Life Cycle Inform the Relation between Book-Tax Differences and Earnings Persistence?. 2015.

DE ALMEIDA, José Elias Feres. Análise dos Estágios de Ciclo de Vida de Companhias Abertas no Brasil: um estudo com base em variáveis contábil-financeiras, EnANPAD, **XXXVII Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2014.

DE LIMA, Ailza Silva; DE CARVALHO, E. V. A.; PAULO, E.e GIRÃO, L. F. D. A. P; Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das Informações Contábeis no Brasil/Life Cycle Stages and Earnings Quality in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 3, p. 398, 2015.

DE OLIVEIRA, Alan Santos; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 12, n. 1, 2018.

DE SOUZA, Raissa. A. M.. **Persistência de Dividendos e Gerenciamento de Resultados em Mercados de Capitais da América Latina**. 2017. Dissertação de Mestrado do PPGCC da UFPB.

DICKINSON, Victoria. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011. DOS SANTOS, Josete Florencio; DA SILVEIRA GALVÃO, Kécia. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista da FAE**, v. 18, n. 1, p. 52-69, 2015.

EL-ANSARY, Osama; GOMAA, Tasneem. The life cycle theory of dividends: Evidence from Egypt. **International research journal of finance and economics**, v. 97, p. 72-80, 2012.

ESCUER, Manuel Espitia; CABESTRE, Francisco Javier Ruiz. La formación de precios de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, p. 179-198, 1996.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of financial economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

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

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Dissecting anomalies with a five-factor model. **The Review of Financial Studies**, v. 29, n. 1, p. 69-103, 2016.

FORTI, Cristiano Augusto Borges et al. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos. **Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004**. 2007. Tese de Doutorado.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. **Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil**. Tese de Doutorado, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB e UFRN, 2016.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira, 10 edição. Tradução técnica Antônio Zoratto Sanvicente. 2004.

GREINER, Larry E. Evolution and revolution as organizations grow. **Harvard Business Review**, Canada US, p. 1-11, May/Jun. 1998 (artigo original de Jul.-Aug. 1972 da HBR).

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni; SWAMINATHAN, Bhaskaran. Are dividend changes a sign of firm maturity?. **The journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, 2002.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni. The information content of share repurchase programs. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 651-680, 2004.

GOMES ALMEIDA, Luis António; OLIVEIRA TAVARES, Fernando; TEIXEIRA PEREIRA, Elisabeth. Determinantes da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, 2014.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, p. 99-105, 1959.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GORT, Michael; KLEPPER, Steven. Time paths in the diffusion of product innovations. **The economic journal**, v. 92, n. 367, p. 630-653, 1982.

GUP, Benton E.; AGRRAWAL, Pankaj. The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. 1996.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATAHM, R. L.; BLACK, W. C. Multivariate data analysis. 7th ed. New Jersey: **Prentice-Hall International**, 2010.

HASAN, Mostafa Monzur et al. Corporate life cycle and cost of equity capital. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 1, p. 46-60, 2015.

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

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

JOVANOVIC, Boyan. Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica*: **Journal of the Econometric Society**, p. 649-670, 1982.

KOENKER, Roger; BASSETT JR, Gilbert. Regression quantiles. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, p. 33-50, 1978.

KOENKER, Roger; GELING, Olga. Reappraising medfly longevity: a quantile regression survival analysis. **Journal of the American Statistical Association**, v. 96, n. 454, p. 458-468, 2001.

KOH, SzeKee *et al.* Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. **Journal of Corporate Finance**, v. 33, p. 19-33, 2015.

KIMBERLY, John Robert; KIMBERLY, John; MILES, Robert H. **The organizational life cycle: Issues in the creation, transformation, and decline of organizations**. Jossey-Bass Inc Pub, 1980.

LEMES, Antonio; CHEROBIM, Ana Paula; RIGO, Claudio. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Elsevier Brasil, 2017.

LEVINE, David M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e prática**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LA PORTA, Rafael *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The journal of finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LEARY, Mark T.; MICHAELY, Roni. Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 10, p. 3197-3249, 2011.

LIMA, Ailza Silva de. **Ciclo de vida organizacional: uma análise dos lucros anormais nos diferentes estágios do ciclo de vida das empresas listadas na BM&FBovespa**. Dissertação de Mestrado, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB e UFRN, 2014.

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

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The review of Economics and Statistics**, p. 243-269, 1962.

LOPO MARTINEZ, Antonio; BASSETTI, Márcio. Ciclo de Vida das Empresas, Book-Tax Differences e a Persistência nos Lucros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 2, 2016.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.

LUZINA, Daria; ROGOVA, Elena. The Effect of Mergers and Acquisitions on Companies' Fundamental Values in Emerging Capital Markets (The Case of BRICS). 2015.

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Rae-Revista De Administracao De Empresas**, v. 52, n. 1, 2012.

MAJOR, Amalia; ÅNGBÄCK, Fredrik. A Test of the Life Cycle Theory of Dividends and the Effect of a Financial Crisis-Evidence from Sweden. 2017.

- MICHAELY, Roni; ROBERTS, M. Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: Lessons from the dividend policies of private firms. **Unpublished working paper**, 2006.
- MILLER, D.; FRIESEN, P. Archetypes of organizational transition. *Administrative Science Quarterly*, v. 25, n. 2, p. 268 – 299, jun. 1980.
- MILLER, D. A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, v.30, n. 10, p. 1161 – 1183, 1984.
- MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **the Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MILLER, M., ROCK, K. Dividend Policy under Asymmetric Information. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, Sept./1985.
- MOSIONEK-SCHWEDA, Magdalena; MRZYGLÓD, Urszula; NOWAK, Sabina. Do Managers Really care about Shareholders' expectations? Evidence on Dividend Smoothing on Latin American Emerging Stock Markets. **Econometrics/Ekonometria**, v. 2, n. 56, 2017.
- MUELLER, Dennis C. A life cycle theory of the firm. **The Journal of Industrial Economics**, p. 199-219, 1972.
- NECYK, George Anthony. **O desenvolvimento da contabilidade gerencial nas empresas: uma perspectiva de ciclo de vida**. 2008. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- NECYK, George Anthony; FREZATTI, Fábio. A Contabilidade Gerencial: uma perspectiva de ciclo de vida de seu desenvolvimento nas organizações. **Organizações & Sociedade**, v. 17, n. 55, 2010.
- NETO, Pietro *et al.* A sinalização na política de distribuição de lucros: volatilidade, sentido do mercado e magnitude dos proventos. 2006.
- NOVAES, Paulo Victor Gomes; BATISTA, Gislane dos Santos; LOUZADA, Luiz Cláudio. Análise da Transição dos Estágios do Ciclo de Vida e o comportamento dos Retornos Anormais nas Empresas dos Setores de Metalurgia e Siderurgia Listadas na BM&FBovespa. In: **VII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2016**. 2016.
- NOVAES, P. V. G. Essays on life cycle, voluntary disclosure and the cost of capital of brazilian companies. [s.l.] Universidade Federal do Espírito Santo, 2015.
- OLIVEIRA, Lynnea Naves Souza *et al.* Ensaio sobre dividend smoothing no Brasil: determinantes e o efeito da internacionalização. 2017.
- PINHO, Carlos; TAVARES, Susana. **Análise financeira e mercados**. Áreas Editora, 2005.
- PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz Trois Cunha. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, 1993.
- RIBEIRO, Alexandrino. Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 9, n. 1-2, p. 15-25, 2010.

- SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. **Política de dividendos e ciclo de vida das empresas**. Tese de Doutorado. Universidade do Algarve, 2009.
- SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.
- SPENCE, A. M. Investment strategy and growth in a new market. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 1 – 19, abr. 1979.
- SPENCE, A. M. The learning curve and competition. *The Bell Journal of Economics*, v. 12, n. 1, p. 49 – 70, abr. 1981.
- SPERANZINI, M. de M. Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais. São Paulo: **Dissertação (Mestrado)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo–FEA/USP**, 1994.
- SILVA, Alexandre Oliveira; DANTAS, José Alves. Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 4, p. 43, 2015.
- STICKNEY, C. P.; WEIL, R. L. **Contabilidade financeira: uma introdução aos métodos e usos**. São Paulo: Atlas, 2001, 2001.
- TAKAMATSU, Renata Turola. **Indicadores contábeis, ambiente informacional de mercados emergentes e retorno das ações**. 2015. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- THANATAWEE, Yordying. **Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand**. 2011.
- WANG, Ming-Hui *et al.* **Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan**. 2011.
- VAN HORNE, James C. **Financial market rates and flows**. Prentice Hall, 2001.
- ZAGONEL, Timóteo. Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil. 2013.