



## Relação entre os dividendos e a classificação de rating de empresas brasileiras

Relationship between dividends and rating classification of Brazilian companies

Relación entre dividendos y la clasificación de rating de empresas brasileñas

**Cristiano Augusto Borges Forti\***  
Doutor em Finanças EAESP (FGV)  
Professor de Finanças na Faculdade de Gestão e  
Negócios – FAGEN (UFU), Uberlândia/MG, Brasil  
crforti@gmail.com  
<https://orcid.org/0000-0003-4678-7323> 

**Kellen Silva Freitas**  
Mestranda em Administração no PPGGO (UFU),  
Uberlândia/MG, Brasil  
k\_sfreitas@hotmail.com  
<https://orcid.org/0000-0002-1660-5050> 

**Endereço do contato principal para correspondência\***

Rua Antonia Saltão de Almeida, 58, Bairro Santa Mônica, CEP: 38.408-118 – Uberlândia/MG, Brasil

### Resumo

Este estudo investigou a relação entre a política de dividendos e a classificação de rating das empresas listadas na B3 de 1995 a 2017. Para isto, verificou duas hipóteses. (a) se dentre as empresas possuidoras de rating, as que têm melhor classificação distribuem mais dividendos, e (b) se dentre todas as firmas, as com classificação de rating distribuem mais ou menos dividendos do que aquelas que não a tem. A amostra composta de 330 empresas, das quais 79 possuem rating, foi submetida à análise de regressão pelos modelos GMM, *Matching Estimators* e *Tobit*, considerando as variáveis: rating, dividendos divididos pelo Patrimônio Líquido, alavancagem, tamanho e crescimento dos lucros. Como resultado encontrou-se uma relação significativa entre a distribuição de dividendos e a classificação de rating. Conclui-se, portanto, que tanto o rating quanto os dividendos, neste estudo, são elementos de sinalização de informações ao mercado.

**Palavras-chave:** Dividendos; Rating; Sinalização

### Abstract

This study investigated a relationship between a dividend policy and credit rating of firms listed on the B3 from 1995 to 2017. For this, it was verified two hypotheses. (a) among the firms with credit rating, those with the highest ranking pay more dividends, and (b) if among all firms, those with credit rating pay more or less dividends than those who do not. The sample of 330 companies, of which 79 with a rating, was submitted to regression analysis using GMM, *Matching Estimators* and *Tobit* Models, using as variables: rating, dividends by equity, leverage, size and earnings growth. As a result, we found a significant relationship between the payment of dividends and the credit rating. We concluded, therefore, that both the rating and the dividends, are elements of information signaling to the market.

**Keywords:** Dividends; Rating; Signaling

### Resumen

Este estudio investigó la relación entre la política de dividendos y la clasificación de rating de las empresas listadas en la B3 de 1995 a 2017. Para ello, verificó dos hipótesis. (a) si entre las empresas poseedoras de rating, las que tienen mejor clasificación distribuyen más dividendos, y (b) si entre todas las firmas, las que tienen clasificación de rating distribuyen más o menos dividendos comparado con las que no la tienen. La muestra está compuesta por 330 empresas, de las cuales 79 tienen rating, fue sometida al análisis de regresión por los modelos GMM, *Matching Estimators* y *Tobit*, considerando las variables: rating, dividendos dividido por el patrimonio líquido, apalancamiento, tamaño y crecimiento del lucro. Como resultado se encontró una relación significativa entre la distribución de dividendos y la clasificación de rating. Se concluye que tanto el rating como los dividendos, en este estudio, son elementos de señalización al mercado.

**Palabras clave:** Dividendos; Rating; Señalización

## 1 Introdução

A política de dividendos é um tema controverso na literatura de finanças, principalmente no que tange a sua relevância. Sabe-se, no entanto, que ela juntamente com as políticas de investimentos e financiamento, formam os três pilares mais importantes das decisões em finanças corporativas (BLACK, 1976; FAMA; FRENCH, 2001).

Na literatura sobre política de dividendos há duas correntes: aquela que defende a relevância dos dividendos e seu conteúdo informacional ao mercado, cujo precursor é Lintner (1956); e aquela contrária, que defende a irrelevância dos dividendos, tendo como precursores Miller e Modigliani (1961). Pode-se ainda verificar a teoria da sinalização através dos dividendos, como proposto por Ramaswamy, Kose e Williams (1987), que defendem que as empresas utilizam os dividendos para sinalizar ao mercado sobre o seu desempenho financeiro atual e futuro. Esta teoria encontra suporte empírico em diversas pesquisas (NISSIM; ZIV, 2001; LOSS; SARLO NETO, 2003; CIOFFI; FAMÁ, 2010; FORTI; SCHIOZER, 2015).

De forma complementar, há ainda a teoria de assimetria informacional, que argumenta que os dividendos podem ser utilizados para reduzir conflitos entre acionistas e credores e acionistas e gestores (SHAO et al., 2013; ASHRAF; ZHENG, 2015; CHANG et al., 2018). Os pesquisadores de assimetria informacional buscaram evidenciar o papel dos dividendos na redução de conflitos gestor-acionista e acionista-credor, descrevendo que os credores, mesmo não sendo os beneficiários diretos dos dividendos podem se utilizar da informação dos gestores para avaliar seus riscos e políticas de crédito (SHAO et al., 2013; ASHRAF; ZHENG, 2015; CHANG et al., 2018).

Dentre os temas ligados a sinalização e assimetria, pode-se destacar o trabalho de Boldin e Leggett (1995), que buscaram evidenciar a relação da política de dividendos e a qualidade dos bancos americanos medida pelo seu *rating*. Os coeficientes mostraram-se positivos, indicando que há uma forte relação entre dividendos e saúde financeira dos bancos. Anos depois, Khieu e Pyles (2016) pesquisaram a influência de mudanças no *rating* de crédito das empresas em suas políticas de dividendos e investimentos. Os autores encontraram que existe uma persistência no pagamento de dividendos mesmo quando as empresas sofrem uma redução em sua classificação de crédito, enquanto que seus investimentos declinam diante da redução do *rating*.

Silveira, Takamatsu e Avelino (2017) defendem que o *rating* de crédito expressa uma opinião, por intermédio de escalas, sobre a qualidade do crédito de empresas, sendo utilizado como medida de avaliação de risco no mercado. Desta forma supõe-se que os gestores preocupados com sua classificação de *rating*, para fins de financiamento, podem querer aumentar ou manter os níveis de dividendos influenciando a política de dividendos com objetivo de sustentar ou mesmo melhorar sua classificação de crédito.

Contudo, é relevante destacar que nem sempre os resultados das pesquisas globais sobre dividendos se aplicam fidedignamente ao Brasil, já que o país apresenta algumas características particulares, como a forma de tributação, a existência dos dividendos mínimos obrigatórios (DMO) e os Juros sobre Capital Próprio (JSCP). Isto torna o estudo sobre a relevância dos dividendos na redução de assimetria e sinalização ao mercado no Brasil, ainda mais interessante, visto que existem poucos estudos acadêmicos sobre o assunto.

Diante do exposto, surge o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na B3 e sua classificação de *rating*? De forma complementar, busca-se investigar os seguintes aspectos adjacentes: se os dividendos são influenciados pela classificação de crédito das empresas, e se a classificação de *rating* fornece sinalização complementar aos dividendos.

O objetivo geral deste trabalho é investigar a relação entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na Bolsa Brasileira de 1995 a 2017 e sua classificação de *rating*. Para isto, pretende-se de forma específica avaliar se dentre as firmas com classificação de *rating*, aquelas com melhor classificação distribuem mais dividendos, e também se dentre todas as empresas, a distribuição de dividendos das que possuem *rating* difere daquelas que não o possuem. Desta forma será possível identificar se a classificação de crédito das empresas possui conteúdo informacional (sinalização) e se este compete ou complementa as informações fornecidas pelos dividendos aos investidores.

A fim de atender esta investigação, foram obtidos dados nas bases *Thomson Reuters* e *Economática*. A análise se concentrou na relação entre o pagamento de dividendos e a classificação de *rating* que a empresa possuía no momento deste pagamento. Outras características das empresas foram controladas, como tamanho, lucratividade, crescimento dos lucros e outras. A metodologia estatística utilizado foram métodos robustos de regressão múltipla com dados em painel e *quasi*-experimentos.

Acredita-se que este estudo contribuirá com a literatura sobre política de dividendos no Brasil, principalmente no que tange a sinalização dos dividendos e sua relação com os credores na redução de assimetrias informacionais, visto que há poucos estudos sobre o assunto no país. Além disso, espera-se que seja um incentivo para novas pesquisas. O artigo está estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta o referencial teórico sobre política de dividendos e agências de *rating*. A seção 3, a metodologia de pesquisa adotada neste estudo. A seção 4 descreve os resultados e por fim a seção 5 apresenta as considerações finais.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Dividendos e Juros sobre Capital Próprio

Dividendo é a parcela do lucro apurado pela empresa que é distribuída aos acionistas (BRASIL, 1976). Representa destinações do lucro líquido do exercício, de lucros acumulados ou de reserva de lucros, para os acionistas da sociedade. Sua forma de distribuição será regulada pelo estatuto social da sociedade que deve estar de acordo com a Lei das Sociedades por Ações (SANTOS; SCHMIDT, 2011).

A Lei nº 6.404/76 dispõe sobre as sociedades por ações no Brasil, tendo sido alterada e acrescentada pela Lei nº 10.303/01 e Lei nº 11.638/07, respectivamente. Antes da vigência da Lei nº 6.404/76, a distribuição de dividendos estava sujeita ao livre arbítrio de acionistas controladores quando o estatuto social da empresa não regulava sobre esta questão. No entanto, desde que esta lei entrou em vigor, determinou que “os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas [...]” (BRASIL, 1976).

O dividendo mínimo obrigatório estabelecido pela Lei nº 6.404/76 é um assunto controverso na literatura. Autores como Loss e Sarlo Neto (2006) defendem que se por um lado a restrição legal impede o estabelecimento de uma política ótima de dividendos por parte da administração e ainda reduz os recursos internos disponíveis para a empresa financiar novos projetos, por outro lado a imposição legal resulta em proteção aos acionistas minoritários, já que os controladores poderiam optar pela maior retenção dos recursos em seu próprio benefício. Martins e Novaes (2012) contradizem estes autores. Seu trabalho investiga se os DMO realmente reduzem os investimentos por parte das empresas. A partir da análise de empresas não financeiras listadas na B3 de 2005 a 2009, não encontraram uma relação significativa de influência entre estas variáveis, ou seja, os DMO não interferem de forma significativa na política de investimentos da empresa.

Martins e Novaes (2012) identificaram ainda que apesar do intuito de proteger os acionistas minoritários, a Lei nº 6.404/76 apresenta algumas lacunas que torna esta proteção fraca. A reserva legal e a reserva especial são exemplos de lacunas que fazem com que as empresas brasileiras eventualmente não paguem os dividendos. A pesquisa evidencia que 67% de sua amostra adotam a reserva legal e 26% não distribuem dividendos em algum momento.

Vancin e Procianny (2016), investigando a influência dos DMO utilizando pagamentos de dividendos entre 2007 e 2013 de empresas brasileiras, encontraram evidências que as que pagavam os dividendos acima do nível mínimo obrigatório, o faziam por motivações diferentes das motivações de empresas que pagavam o mínimo. Este fato levanta questionamentos sobre os modelos de investigação de dividendos no Brasil que não levam em consideração os DMO em sua modelagem.

Galvão, Santos e Araújo (2018), investigando o pagamento de dividendos de empresas brasileiras, encontraram que mais de 60% das distribuições estavam acima dos DMO.

No Brasil, além do dividendo mínimo obrigatório, existe uma forma alternativa de distribuição dos resultados denominada de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), que foi instituído pela Lei nº 9.249/95 e posteriormente alterado pela Lei nº 9.430/96. Sua adoção pela empresa não é obrigatória.

Criado como um incentivo para compensar o fim da correção monetária dos balanços das firmas, o JSCP é calculado mediante a aplicação de um percentual determinado pela firma, denominado de taxa de juros de longo prazo (TJLP), sobre o seu patrimônio líquido, sendo depois contabilizado como despesa financeira (MALAQUIAS et al., 2007). Esta contabilização permite a empresa, para efeitos de apuração do lucro real, sua dedução da base de cálculo na apuração do imposto de renda (IR) e também, com a Lei nº 9.430/96, sua dedução da base de cálculo na apuração da contribuição social (CSLL), o que representa benefício tributário para a firma. Vale ressaltar que esta dedução está limitada as restrições legais estabelecidas pela Lei nº 9.249/95.

Segundo Futema, Basso e Kayo (2009), o JSCP pode ser interpretado como sendo uma forma alternativa de dividendos, já que uma vez pago pode ser considerado para o cumprimento do dividendo mínimo obrigatório. No entanto, cabe destacar que diferentemente dos dividendos que não sofrem tributação, o JSCP sofre retenção na fonte à alíquota de 15% para efeito de imposto de renda quando do seu pagamento a pessoa física. Pode ser compensado futuramente para as pessoas jurídicas (MARTINS; FAMÁ, 2012).

### 2.2 Política de Dividendos

A política de dividendos não é apenas uma decisão sobre o quanto pagar ao acionista. Ela é também uma decisão sobre o quanto ficará retido na firma, bem como dos motivos que levaram a esta retenção. É tomada pela administração da empresa e deve visar à maximização da riqueza dos acionistas (BLACK, 1976; LOSS; SARLO NETO, 2003; GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2019).

A literatura em finanças sobre política de dividendos é bastante ampla e apresenta em sua conjuntura várias abordagens, não havendo um consenso por parte dos pesquisadores em relação a todas elas: teoria do pássaro na mão, irrelevância dos dividendos, preferência tributária, teoria de agência, assimetria informacional e teoria da sinalização (MARTINS; FAMÁ, 2012).

## 2.2.1 Teorias e estudos sobre política de dividendos

As teorias sobre política de dividendos dividem-se em clássicas e novas teorias, conforme Figura 1. As teorias clássicas, segundo Martins e Famá (2012), são: teoria do pássaro na mão, defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959), e teoria da irrelevância dos dividendos, proposta por Miller e Modigliani (1961). A primeira defende que em um mundo de incertezas os acionistas preferem o recebimento dos dividendos correntes aos ganhos de capital futuro, devido ao menor risco associado nesta alternativa. Logo, os dividendos são considerados relevantes para sinalizar o crescimento dos lucros da empresa para o mercado. Contudo, a teoria da irrelevância dos dividendos, contraria esta corrente conservadora e argumenta que em um mercado perfeito (sem impostos e sem custos de transação) a política de dividendos seria indiferente, uma vez que neste caso interessa aos investidores a política de investimentos da empresa e o lucro pela entidade auferido, independentemente de sua distribuição ou não (LOSS; SARLO NETO, 2003; MARTINS; FAMÁ, 2012).

**Figura 1: Teorias sobre política de dividendos**

<b>Teorias Clássicas</b>	- Teoria do pássaro na mão; - Teoria da irrelevância dos dividendos;
<b>Novas Teorias</b>	- Teoria da preferência tributária; - Teoria de agência; - Assimetria informacional; - Teoria da sinalização.

Fonte: Elaborado pelos autores

O mercado perfeito proposto por Miller e Modigliani (1961) mostrou-se idealista e não condizente com a realidade das firmas. Novos estudos foram realizados buscando avaliar então a relevância da política de dividendos dada às imperfeições de mercado. Surgem, a partir de então, novas teorias sobre o assunto: teoria da preferência tributária, teoria de agência, assimetria informacional e teoria da sinalização.

A teoria da preferência tributária, proposta por Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979), defende que os investidores preferem uma política de dividendos cuja tributação lhes seja a menor possível, ou seja, se os dividendos forem mais tributados que o ganho de capital, os investidores preferirão os ganhos de capital uma vez que só serão tributados quando da venda da ação.

A teoria da assimetria informacional, segundo Martins e Famá (2012), diz que os gestores são detentores de informações estratégicas privilegiadas em detrimento de alguns investidores (acionistas minoritários), principalmente quanto à perspectiva futura de fluxo de caixa. Diante disso, a fim de se evitar conflitos, os gestores se utilizam do pagamento dos dividendos para sinalizar o desempenho atual e futuro da firma, de tal forma que o aumento nos dividendos sinaliza melhores condições para a empresa e a redução dos dividendos sinaliza más condições.

A teoria da agência, cujos precursores são Jensen e Meckling (1976), determina que em um ambiente corporativo a relação entre os agentes da firma leva a conflitos de agência que podem influenciar negativamente nas atividades da corporação e gerar custos adicionais, levando por consequência a perda de valor da firma. As causas destes conflitos estão associadas aos distintos interesses dos agentes e são agravados pela assimetria informacional.

Uma das formas de minimizar os conflitos de agência e a assimetria informacional seria através do aumento do pagamento de dividendos. Desta forma, os agentes internos (acionistas majoritários e administradores) vão ter menos recursos para atender seus próprios interesses e os agentes externos (acionistas e minoritários) vão receber por seus investimentos, o que por consequência aumentará o valor da empresa (NOVIS NETO; SAITO, 2003; LOSS; SARLO NETO, 2003).

Por fim, a teoria da sinalização proposta por Ramaswamy, Kose e Williams (1987) defende que os gestores se utilizam da política de dividendos como um conteúdo informacional que sinaliza ao mercado sobre seu desempenho financeiro atual e futuro. Logo, uma maior distribuição de dividendos sinaliza de forma positiva ao mercado expectativas de crescimento da empresa (NISSIN; ZIV, 2001; LOSS; SARLO NETO, 2003; CIOFFI; FAMÁ, 2010).

Utilizando da teoria da sinalização, Boldin e Leggett (1995) buscaram analisar a gestão da política de dividendos de *holdings* bancárias americanas e evidenciar a importância dos dividendos como sinalizador de qualidade para o mercado financeiro. Foram analisadas 207 *holdings* bancárias americanas em dezembro de 1989. A metodologia adotada para tabulação dos dados foi a regressão ordenada *Probit*, que considerou as seguintes variáveis: dividendo por ação, dividendos dividido pelo lucro, tamanho, crescimento do ativo e *rating*. Os resultados evidenciaram que a política de dividendos produz informações sobre a qualidade dos bancos, já que há uma relação positiva entre os dividendos por ação e o *rating* dos bancos, o que é favorável à teoria da sinalização. Encontrou-se ainda uma relação inversa entre o pagamento dos dividendos e sua qualidade, o que pode ser atribuído ao maior risco assumido pela empresa pela alta taxa de retorno de dividendos, já que terá que considerar outras fontes de financiamento.

Khieu e Pyles (2016) pesquisaram a influência de mudanças no *rating* de crédito das empresas em suas políticas de dividendos e investimentos. Os autores encontraram que existe uma persistência no



pagamento de dividendos mesmo quando as empresas sofrem uma redução em sua classificação de crédito, enquanto que seus investimentos declinam diante da redução do *rating*, indicando uma relação importante dos dividendos com uma possível manutenção de seu rating e de sinalização ao mercado da situação financeira das empresas.

Apesar de alguns autores encontrarem resultados favoráveis à teoria da sinalização, não há um consenso em seus resultados. Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) e Figueiredo (2002), por exemplo, não encontraram evidências para esta teoria, deixando claro que não há um consenso quanto à sinalização dos dividendos. Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) buscaram evidenciar a sinalização dos dividendos quanto a lucratividade futura da empresa para o mercado. Como resultado não encontrou relevância nesta relação. Figueiredo (2002), por sua vez, investigou a relação entre alterações de dividendos e mudanças de ganhos futuros em empresas brasileiras, no período de 1986 a 2000. Os resultados também não fornecem evidências que suportem a hipótese do conteúdo informativo de dividendos com o desempenho futuro das empresas, no período estudado.

No Brasil, as pesquisas realizadas indicam a predominância da relevância de dividendos no valor das empresas, segundo Martins e Famá (2012). Os estudos sobre os fatores relacionados ao pagamento de dividendos estão sendo atualizados e evoluindo em termos teóricos e empíricos, como os trabalhos conduzidos por Heineberg e Procianoy (2003), Forti, Peixoto e Alves (2015), Vancin e Procianoy (2016), Galvão, Santos e Araújo (2018) e Galvão, Santos e Araújo (2019). Este último, com uma amostra de 287 empresas brasileiras entre 2002 e 2014 encontrou que as empresas maiores, mais maduras, com mais caixa e com maiores oportunidades de crescimento pagavam mais dividendos enquanto as que possuíam maiores dívidas, pagam menos dividendos.

### 2.3 Agências de *rating* e o *rating* de crédito

As agências de *rating* são empresas independentes de quaisquer interesses que avaliam a capacidade e a determinação de uma empresa ou governo em honrar os seus compromissos financeiros dentro do prazo. Para este trabalho, considerar-se-á apenas a avaliação de risco dada por estas agências às empresas e que é denominada de *rating* corporativo (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008; XIA, 2014; SILVEIRA; TAKAMATSU; AVELINO, 2017).

O *rating* corporativo é um índice que opina sobre a capacidade de pagamento de empresas emitentes de dívida a longo prazo (BONE, 2006; MATSUMOTO et al., 2011). Por se referir a uma opinião sobre a qualidade de crédito de uma empresa, o *rating* corporativo não expressa uma verdade absoluta. Isto vai ao encontro à afirmação das próprias agências de *rating* que dizem que o mesmo não é uma avaliação genérica ou global do risco de crédito associado a todas as dívidas contraídas pelo emissor, mas à apenas uma específica, logo não é uma recomendação de investimento (REDDY, 2000; XIA, 2014).

A atribuição do *rating* da firma é feita por um comitê especializado dentro da agência, que desenvolve sua própria metodologia e critérios de avaliação, já que não existe um órgão regulador que os padronize. Os critérios estão em constante inovação para acompanhar as exigências do mercado, mas são constantes alvos de críticas em sua utilidade (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008; XIA, 2014).

**Figura 2 - Resultados de Martins e Famá (2012)**

Grupo	Principal Objetivo	Resultados
1	Teoria da Agência	Os estudos vêm ao encontro com a teoria da agência, reforçando o conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.
2	Assimetria Informacional: (a) Interação entre investimentos e política de dividendos; (b) Hipótese da sinalização	(a) Relação fraca entre política de dividendos e investimentos, devido aos poucos estudos na área. (b) Não há um consenso quanto a relação entre dividendos e sua sinalização, pois três trabalhos encontraram uma forte relação entre eles e oito trabalhos ou não encontraram esta relação, ou não conseguiram encontrar esta relação.
3	Hipótese da clientela	Resultados conflitantes quanto a identificação do efeito clientela, o que pode ser atribuído a necessidade de aperfeiçoamento dos métodos aplicados, ou o mercado brasileiro não segue a mesma lógica da teoria.
4	Influência dos tributos na política de dividendos (Preferência tributária)	Não há um consenso entre acionistas minoritários e majoritários quanto a melhor forma de distribuição dos resultados do ponto de vista tributário.
5	Determinantes da política de dividendos	Determinantes que influenciam positivamente na distribuição de dividendos: lucro líquido, fluxo de caixa, porte da empresa e menor endividamento. Determinantes que influenciam negativamente o pagamento dos dividendos: oportunidade de investimento e maior concentração de propriedade nas mãos dos controladores.

Fonte: Adaptado de Martins e Famá (2012).

Um dos métodos adotados pelas agências para avaliar o *rating* corporativo é o *Bottom-up*, o qual parte do geral para o específico (BONE, 2006). Este método faz uma análise macroeconômica (ambiente

econômico e político), setorial (grau de competitividade e *market share* no mercado global ao longo do tempo) e da própria empresa, avaliando neste último, informações quantitativas e qualitativas fornecidas pela própria administração. No que diz respeito à informação quantitativa, avalia as análises financeiras disponíveis nos Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. No que diz respeito à informação qualitativa avalia a qualidade da gestão, perspectivas de crescimento, vulnerabilidade frente às mudanças tecnológicas, distúrbios no mercado de trabalho e ações regulatórias (MATSUMOTO et al., 2011).

Feita a análise das informações da empresa pelos especialistas, ela recebe uma classificação na escala de *rating* das agências, que não é estática, já que anualmente esta classificação é revisada pelas agências baseada em novos relatórios financeiros, novas informações de negócios e reuniões de acompanhamento com a administração (DAMASCENO; ARTES; MINARDI, 2008). Apesar de cada agência de *rating* ter sua própria escala com notações distintas, já que não há um órgão regulador, as classificações são semelhantes, sendo uma combinação de letras, algarismos e sinais. Além disso, os *ratings* dividem-se em três categorias: grau de investimento, grau especulativo e grau de *default* ou *Junk Bond* (KHIEU; PYLES, 2016).

Damasceno, Artes e Minardi (2008) apresentam um quadro comparativo com as diferentes classificações de *rating* adotadas pelas principais agências, dividindo as em 21 níveis e mostrando a interpretação de cada um deles, conforme segue na Figura 3. O presente trabalho considerou os mesmos níveis em sua metodologia para transformar os ratings a níveis.

**Figura 3 – Classificação de *rating* pelas principais agências e sua interpretação**

Grau de Investimento			Grau Especulativo		
S&P e outras Agências	Moody's	Interpretação	S&P e outras Agências	Moody's	Interpretação
AAA	Aaa	Altíssima qualidade, com mínimo risco de crédito. A capacidade de pagamento dos compromissos é extremamente forte	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Elementos especulativos e sujeitos a risco de crédito substancial. Menos vulneráveis do que outras emissões especulativas. Entretanto, em face de maior incerteza ou exposição a adversidades financeiras, econômicas e de negócios, podem levar a uma capacidade inadequada de pagamento.
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Alta qualidade, com risco de crédito muito baixo. A capacidade de pagamento dos compromissos é muito forte.	B+ B B-	B1 B2 B3	Especulativo e sujeito a alto risco de crédito. Condições econômicas, financeiras e de negócios adversas provavelmente prejudicarão a capacidade ou a disposição de pagamento de compromissos.
A+ A A-	A1 A2 A3	Grau mediano e sujeito a baixo risco de crédito. Um pouco mais suscetível a efeitos adversos de mudanças nas circunstâncias e nas condições econômicas do que obrigações de ratings mais elevadas. Entretanto, a capacidade de pagamento dos compromissos ainda é forte.	CCC+ CCC CCC- CC	Caa1 Caa2 Caa3 Ca	Crédito pobre sujeito a alto risco de crédito. Vulnerável a defaults e dependente de condições financeiras, econômicas e de negócios favoráveis para o pagamento de suas obrigações. Em condições econômicas, financeiras e de negócios adversas provavelmente não terá capacidade de pagamento.
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Risco de crédito moderado. É considerado um rating de grau médio, com parâmetros de proteção adequados. Entretanto condições econômicas adversas ou mudança de circunstâncias podem conduzir a um enfraquecimento na capacidade de pagamento dos compromissos.	C  D	C  Default	Tipicamente em default, com baixa possibilidade de recuperação do principal ou juros. Pedidos de falência ou outras ações similares têm sido solicitados, mas os pagamentos das obrigações ainda estão sendo efetuados.

Fonte: Damasceno, Artes e Minardi (2008, p.3).

### 2.3.1 Importância dos ratings

Os *ratings*, para Neves Junior, Matsumoto e Araujo (2007), tem caráter essencialmente informacional. Bone (2006), Matsumoto et al. (2011) e Khieu e Pyles (2016) concordam com os autores nesta questão e ainda consideram que as informações concedidas e divulgadas pelas agências de *rating* são relevantes e de interesse para investidores, emissores, intermediários e mercado como um todo. Para eles os *ratings* são sinalizadores de informações públicas e privilegiadas sobre os emitentes de dívida e, portanto, qualificam as emissões de crédito das empresas e medem os riscos de investimento, o que contribui para tomada de decisões dos investidores.

Reddy (2000) menciona que existe uma relação de interdependência entre as agências de *rating* e o mercado de investimento. Isto pode ser percebido nos estudos de Matsumoto et al. (2011) que encontraram em seus resultados de pesquisa uma relação positiva entre o *rating* e a falência das empresas, sendo que a medida que uma empresa se rebaixa nos índices classificatórios de *rating*, ela assume maior posição de desconfiança por parte dos investidores, e à medida que a nota do índice se eleva a confiança dos investidores aumenta.

Outros fatores que tornam relevante a existência das agências de *rating* para os investidores, segundo Bone (2006) e Matsumoto et al. (2011), são:

- a) As agências de *rating* conseguem ter acesso a informações privilegiadas e estratégicas que os investidores individualmente não conseguiriam obter;
- b) A forma sintética e simplória com que são classificados os *ratings* permite a um maior número de investidores interpretarem os dados que se tornam comparáveis, favorecendo-os e aos potenciais investidores;
- c) Menor custo aos investidores para se analisar e controlar as informações obtidas pelo *rating*, uma vez que antes este custo era rateado entre vários interessados nessa informação e agora é financiado pela própria empresa.

Partnoy (2001), ao contrário, apresentou críticas às agências alegando que os *ratings* não são informativos, eles existem apenas por questões regulatórias e refletem o risco de mercado. Logo, os *ratings* não possuem a capacidade de antever crises e ainda agravam as já existentes, potencializando o risco dos investidores. Os fatores que tornam os *ratings* não confiáveis são:

- a) Não regulamentação das agências de *rating*, o que impede a transparência por parte das agências quanto a sua ética e procedimentos de avaliação. Impede ainda sua responsabilidade e punição por eventuais danos causados aos investidores ou mesmo ao mercado. Exemplo desta impunidade foram os escândalos contábeis em empresas multinacionais, como a Enron, e instituições bancárias que eram avaliadas por estas agências, cuja avaliação não previu a crise financeira destas firmas (REDDY, 2000; BONE, 2006).
- b) Conflito de interesses na estrutura de negócios das agências que é provocado pelo pagamento dos próprios emissores às agências de *rating* pelos serviços de emissão do *rating*. Sendo assim, surge a tendência de as agências atribuírem boas classificações para as empresas e hesitar em rebaixar sua nota quando necessário, a fim de não perder seu cliente (REDDY, 2000).
- c) Dificuldade em monitorar a evolução das empresas pelas agências de *rating*, já que não possuem tempo e condições de bancar os custos para acompanhar a evolução das empresas (REDDY, 2000).

A partir do exposto, pode-se avaliar a relação entre a distribuição de dividendos e a classificação de *rating* das empresas listadas na B3 de 1995 a 2017, baseando nos aspectos da teoria da sinalização dos dividendos e investigar se o *rating* de crédito atua de forma complementar aos dividendos em conteúdo informativo ao mercado e investidores.

## 3 Metodologia

O período estudado compreende os anos de 1995 a 2017. Inicia-se em 1995, pois foi o ano de adoção do Plano Real no Brasil o qual trouxe maior estabilidade econômica ao país, permitindo maior comparabilidade dos dados coletados. Para atender ao problema de pesquisa, os dados foram coletados nas bases da *Thomson Reuters* e *Economática*. Na *Thomson Reuters* foram obtidos os *ratings* das empresas classificadas na B3 que são apresentados pelas principais agências (S&P, Moody's e Fitch). Na *Economática* foram obtidos os demais dados, oriundos das principais demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Período.

Coletados os dados, foram excluídas as empresas que não apresentavam informações suficientes para a pesquisa. A amostra final ficou composta de 330 empresas, das quais 79 possuíam classificação de *rating*. Dividiu-se então a amostra em dois grupos com o intuito de fazer as análises necessárias para atender aos objetivos específicos deste trabalho. A primeira análise, denominada de Análise 1, considerou apenas as

79 empresas com classificação de *rating* e testou-se a hipótese de que as empresas que tem maior *rating* distribuem mais dividendos. A segunda análise, denominada de Análise 2, incluiu as 330 empresas da amostra e procurou identificar se as empresas que tem *rating* distribuem mais ou menos dividendos se comparadas com as que não tem essa informação. A terceira análise, denominada de Análise 3, consiste em um teste de robustez da Análise 2 e testa se há diferença entre as empresas que possuem e não possuem *rating* utilizando o *propensity score* e *matching estimators*.

**Figura 4 – Escala de *rating* por classificação de *rating***

Escala de Rating					
Grau de Investimento			Grau Especulativo		
S&P e Fitch	Moody's	Classificação	S&P e Fitch	Moody's	Classificação
AAA	Aaa	21	BB+	Ba1	11
AA+	Aa1	20	BB	Ba2	10
AA	Aa2	19	BB-	Ba3	9
AA-	Aa3	18	B+	B1	8
A+	A1	17	B	B2	7
A	A2	16	B-	B3	6
A-	A3	15	CCC+	Caa1	5
BBB+	Baa1	14	CCC	Caa2	4
BBB	Baa2	13	CCC -	Caa3	3
BBB-	Baa3	12	CC	Ca	2
			C	C	1
			D		0

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para realizar a Análise 1, adotou-se metodologia similar à de Boldin e Leggett (1995) que atribuiu à classificação de *rating* das empresas uma nota. O objetivo foi unificar os diferentes níveis de classificação adotados pelas agências em uma escala, de forma a permitir seu uso em regressões. Como cada agência apresenta um tipo de classificação diferente, adotaram-se os 21 níveis de *rating* propostos por Damasceno, Artes e Minardi (2008), conforme Figura 3 deste trabalho. Desta forma, a escala de *rating* adotada nesta pesquisa vai de 0 (zero) a 21, sendo atribuída nota 0 (zero) a menor classificação (D) e nota 21 a maior classificação (AAA). Além disso, utilizou-se de média aritmética para as empresas que apresentavam classificação de *rating* em mais de uma agência no mesmo período. A Figura 4 evidencia a nota de cada classificação de *rating* para as diferentes agências.

As variáveis adotadas nesta pesquisa, seguindo Forti, Peixoto e Alves (2015), são aquelas utilizadas na literatura sobre política de dividendos: variável dependente - dividendos divididos pelo Patrimônio Líquido (PL), e variáveis de controle: Tamanho da empresa, Retorno sobre o Ativo (ROA), Alavancagem e Crescimento dos Lucros.

A variável dependente foi padronizada pelo PL ao invés dos lucros por um motivo importante: os lucros possuem uma variação acentuada entre os anos enquanto que os dividendos são mais constantes, segundo os estudos de Lintner (1956), portanto a variável dependente sofreria variações causadas pela variação dos lucros e não por uma variação dos dividendos. Assim, seguindo a metodologia de Forti, Peixoto e Alves (2015) os dividendos foram padronizados pelo PL para assegurar uma maior constância em seus valores e para que sua variação reflita mudanças efetivas nos dividendos, e não sejam influenciadas por variações naturais nos lucros das empresas. Além disso, podem ocorrer pagamentos de dividendos mesmo quando a empresa incorre em prejuízo no período.

Os trabalhos que utilizam o *payout* (Dividendos/Lucro Líquido) são forçados a excluir todas estas observações, devido à inversão do sinal. Nossa base de dados possui 146 empresas que em algum momento pagaram dividendos mesmo incorrendo em prejuízos no exercício contábil. A Figura 5 apresenta a descrição das variáveis utilizadas, bem como o sinal esperado e sua influência sobre os dividendos.

Os métodos estatísticos adotados para a análise foram regressões múltiplas com dados em painel, seguindo Baltagi (2005), Cameron e Trivedi (2005) e Wooldridge (2002). Com o uso do software *Stata*, os coeficientes foram estimados em três diferentes métodos para dar maior robustez ao trabalho: *Pooled OLS* (OLS), *Tobit* e *GMM*.

O *Pooled OLS* com a opção de tratamento de erros robustos é um modelo tradicionalmente utilizado em política de dividendos, no entanto apresenta algumas limitações como não levar em consideração a natureza de cada *cross-section* ao longo do tempo. Além disso, a amostra de empresas nem sempre atende aos pressupostos básicos do modelo, visto que os dividendos apresentam uma distribuição assimétrica devido a elevada incidência de observações iguais a zero. Desta forma, o uso do método *Tobit*, segundo Barclay, Smith e Watts (1995) e Dickens, Casey e Newman (2002), mostra-se mais adequado já que os dividendos apresentam extremidade inferior limitada ou censurada em zero.

Além disso, estimadores OLS e de efeitos fixos (ou aleatórios) possuem como pressuposto central a exogeneidade estrita dos regressores, ou seja, as variáveis independentes não podem ser correlacionadas como o termo de erro do modelo em nenhum dos períodos (BALTAGI, 2005; ROODMAN, 2009). Entretanto,



esse pressuposto é difícil de ser atendido em estudos de finanças corporativas que adotam dados de diferentes empresas em diferentes períodos de tempo, devido às potenciais fontes de endogeneidade nas relações entre as variáveis (BARROS et al., 2010).

**Figura 5 - Variáveis da pesquisa**

Variáveis	Sinal Esperado	Definição Operacional	Influência sobre os dividendos
Dividendos/PL		Soma dos Dividendos e dos Juros sobre o Capital Próprio divididos pelo Patrimônio Líquido.	Esta é a variável dependente. Representa a proporção do patrimônio líquido que foi distribuída aos acionistas.
Tamanho da empresa	(+)	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa.	Espera-se que empresas maiores tenham maior propensão a pagar dividendos do que empresas menores.
ROA	(+)	Lucro Operacional (antes das despesas financeiras) dividido pelo Ativo Total.	Espera-se que as empresas mais lucrativas paguem mais dividendos do que as demais.
Alavancagem	(+/-)	Passivo Oneroso dividido pelo Patrimônio Líquido.	A literatura de finanças normalmente associa a relação entre dividendos e alavancagem a um efeito de sinalização. Um aumento nos níveis de endividamento da empresa seria um sinal crível de que a empresa espera um fluxo de caixa futuro elevado. Neste contexto, os gestores deveriam pagar mais dividendos para confirmar tal sinal. Em outra linha de pesquisa, o nível de endividamento da empresa poderia restringir a sua capacidade de pagar dividendos fazendo com que a empresa seja obrigada a reduzir seus níveis de dividendos. Assim, o sinal esperado para alavancagem constitui-se em um problema empírico e que não pode ser conhecido de forma antecipada.
Crescimento dos lucros	(+)		Espera-se que empresas com elevadas taxas de crescimento dos lucros distribuam mais dividendos, já que há menos incerteza por parte dos gestores quanto ao fluxo futuro de caixa.

Fonte: Adaptado de Forti, Peixoto e Alves (2015).

No contexto da distribuição de dividendos, os estudos existentes exploram principalmente as ligações diretas entre dividendos, desempenho, endividamento e investimento, ignorando os problemas de endogeneidade. Os fatores observáveis e não observáveis que influenciam os dividendos também podem ter impacto em suas políticas e em algumas outras características específicas da empresa, tais como crescimento, endividamento e investimentos, bem como é provável que as relações entre a política de investimentos e as características específicas da empresa reflitam nas políticas de dividendos da empresa e vice-versa.

Portanto, os modelos de análise de políticas de dividendos, possuem uma implicação metodológica que precisa ser levada em consideração: o modelo examina concomitantemente os efeitos de ambos os mecanismos de dividendos, investimento e endividamento, o que pode resultar em associações endógenas (BARROS et al., 2010). Assim, segundo os autores, a estimação dos modelos com regressores endógenos pode resultar em inferências equivocadas, pois essa condição entre as variáveis introduz um viés nos estimadores que ignoram o problema ou os torna inconsistentes. A endogenia pode derivar de problemas como omissão de variáveis, erros de mensuração dos regressores e/ou simultaneidade.

A omissão de variáveis é apontada como a causa mais comum de endogenia. Ocorre quando se pretende controlar determinadas variáveis, mas em decorrência da ausência de dados ou indisponibilidade dos mesmos, elas não podem ser incluídas no modelo, e quando não incluídas elas compõem o termo de erro, induzindo alguma correlação entre  $X_i$  e  $\varepsilon_i$ . Já a simultaneidade ou causalidade reversa ocorre quando na relação entre X e Y, ambas podem ser consideradas variáveis explicativas ou explicadas, uma em relação à outra (BARROS et al., 2010; WOOLDRIGE, 2002).

Em teoria, para solucionar a endogeneidade seria preciso encontrar variáveis estritamente exógenas para cada um dos regressores suspeitos de endogenia, porém, na prática variáveis com essa característica e que ainda possuem alta correlação com os regressores são quase impossíveis de serem encontradas em estudos na área de finanças corporativas (CAMERON; TRIVEDI, 2005; BARROS et al., 2010). Essas variáveis são também chamadas de Variáveis Instrumentais.

Segundo Roodman (2009) e Barros et al. (2010) os estimadores baseados no Método dos Momentos Generalizado (GMM) quando aplicados a dados em painel consistem em alternativas eficazes e eficientes para eliminar, ou ao menos mitigar, os problemas de endogenia encontrados na área de finanças corporativas, por meio da suposição de exogeneidade sequencial dos regressores, ainda que não se disponha de bons

instrumentos que sejam exógenos ao modelo.

Assim, a fim de superar as limitações dos modelos tradicionais de dados em painel, controlar a presença de efeitos específicos das empresas não observados e os potenciais problemas de endogeneidade das variáveis, o presente estudo empregará o Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM – Sistemático) para avaliar a relação entre a política de dividendos, o rating de crédito das empresas e suas variáveis de controle, como Tamanho, Endividamento, Crescimento e Desempenho.

Com o objetivo de atender as Análises 1 e 2 deste trabalho, foram adotados dois modelos econométricos. Para a Análise 1, foi adotado o seguinte modelo:

$$\text{Dividendos}_{i,t} = \alpha + \text{Rating}_{i,t} + \text{Tamanho}_{i,t} + \text{ROA}_{i,t} + \text{Alavancagem}_{i,t} + \text{Crescimento dos Lucros}_{i,t} + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde  $i$  e  $t$  representam a empresa e o ano, respectivamente, e  $\alpha$ ,  $d$  e  $\varepsilon$  representam o intercepto, *dummies* de ano e o termo de erro, respectivamente. As variáveis *dummies* de ano foram adicionadas ao modelo para controlar as características específicas de cada ano que não podem ser medidas diretamente por outra variável específica.

A Análise 2, de forma complementar à Análise 1, incluiu em seu modelo econométrico uma *dummy* que atribui valor igual a 1 para as empresas que têm *rating* e 0 (zero) para as que não têm. Segue o modelo desta análise:

$$\text{Dividendos}_{i,t} = \alpha + \text{Tamanho}_{i,t} + \text{ROA}_{i,t} + \text{Alavancagem}_{i,t} + \text{Crescimento dos Lucros}_{i,t} + d_t + R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde  $i$  e  $t$  representam a empresa e o ano, respectivamente e  $\alpha$ ,  $d$ ,  $R$  e  $\varepsilon$  representam o intercepto, *dummies* de ano, *dummy* possui *rating* e o termo de erro, respectivamente.

A Análise 3 consiste em um teste de robustez da Análise 2. Nesta análise foi adotado o método de *Propensity Score Matching* ou pareamento de Rosenbaum e Rubin (1983). Neste método é possível comparar o resultado (pagamento de dividendos) de dois indivíduos (empresas) similares sendo que um deles foi tratado (possui *rating*) e o outro não foi tratado (não possui *rating*). Neste método, o software estatístico (Stata) separa as empresas em tratadas (com *rating*) e controle (sem *rating*). Em seguida são encontrados pares (*Matching*) de empresas de cada um dos grupos, de modo que estas empresas sejam o mais parecidas o possível exceto pelo fato de que uma possui *rating* e a outra não possui. O método de pareamento utilizado neste trabalho é conhecido como *Propensity Score Matching* de Rosenbaum e Rubin (1983) onde se constrói os pares baseando-se em características observáveis, neste caso as variáveis de controle (tamanho, endividamento, crescimento dos lucros e ROA).

A partir da definição dos pares, os pagamentos de dividendos são comparados a cada par, resultando assim em uma comparação adequada entre empresas com as mesmas características (observáveis) e apenas diferentes no aspecto de possuir ou não uma classificação de crédito. Desta forma a Análise 3 suporta os resultados da Análise 2, sob uma metodologia alternativa e mais robusta para inferências de causa e efeito.

Ressalta-se que todos os métodos aplicados neste trabalho foram precedidos dos testes necessários para a utilização de cada um. Portanto foram efetuados testes e correções para multicolinearidade, heterocedasticidade, normalidade dos resíduos e especificação. Para o GMM foram realizados testes específicos como teste de raiz unitária, autocorrelação de Arellano-Bond e exogeneidade dos instrumentos.

## 4 Resultados

Os resultados das regressões para as análises 1, 2 e 3 mencionadas na metodologia foram apresentados em três subtópicos para facilitar a compreensão. O subtópico 4.1 apresenta o resultado das regressões com as 79 empresas que têm *rating*, o subtópico 4.2, o resultado das regressões com todas as 330 empresas da amostra e o subtópico 4.3, o teste de robustez.

### 4.1 Resultados da Análise 1

A Tabela 1 apresenta a análise das regressões para as empresas da amostra que têm *rating*. Pode-se perceber, que independente dos estimadores utilizados (Pooled-OLS, Tobit e GMM) os coeficientes são consistentes em significância e no seu sinal. Nenhum apresentou diferença de sinal ou de significância estatística relevante. Acredita-se que o GMM seja o mais eficiente e consistente em termos de exatidão nos resultados. As variáveis *Rating*, ROA e Alavancagem, mostraram-se, *ceteris paribus*, positivas e significantes. A variável Tamanho também se mostrou positiva nos três modelos, mas significativa apenas no modelo GMM. O sinal positivo evidencia a influência positiva da variável sobre um maior pagamento de dividendos. A variável Crescimento dos Lucros mostrou-se insignificante estatisticamente nesta amostra.

O Tamanho mostrou-se positivo, indicando que quanto maior a empresa maior a propensão em se pagar dividendos. No entanto, só há coeficiente de significância para esta variável no modelo GMM, o que pode ser atribuído ao tamanho da amostra. O sinal encontrado está condizente com o esperado para esta variável na literatura (MARTINS; FAMÁ, 2012; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; GALVÃO; SANTOS;

ARAÚJO, 2019). Isto indica que empresas maiores possuem maior capacidade de pagamento ou mais maturidade em seus fluxos de caixa.

O ROA, conforme esperado, mostrou-se positivo e significativo em todos os modelos, evidenciando que a distribuição de dividendos está diretamente relacionada com a rentabilidade da empresa. Reforça, portanto, os estudos de Lintner (1956), deixando ainda mais clara a teoria de que quanto mais rentável a empresa maior a expectativa dos acionistas quanto ao recebimento dos dividendos.

Apesar de não haver na literatura um consenso sobre o comportamento da variável Alavancagem, nos resultados desta amostra mostrou-se positiva e significativa, ou seja, quanto mais alavancada maior a distribuição de dividendos. Contraria os estudos dos fatores que influenciam a política de dividendos no Brasil, como Martins e Famá (2012), Forti, Peixoto e Alves (2015) e Galvão, Santos e Araújo (2019) que defendem uma relação negativa entre dividendos e alavancagem, de forma que quanto menos alavancada maior a distribuição dos dividendos. Contudo confirma a Teoria da Sinalização dos dividendos (BHATTACHARYA, 1979; NISSIM; ZIV, 2001) pois se a empresa possui mais dívidas e paga mais dividendos, significa que ela espera um fluxo de caixa futuro elevado de seus investimentos. Confirma também a teoria da redução de assimetrias informacionais já que empresas com maior dependência de credores pagam mais dividendos (SHAO et al., 2013; ASHRAF; ZHENG, 2015; CHANG et al., 2018).

O Crescimento dos Lucros mostrou-se negativo em dois modelos e positivo em um, no entanto, não há um nível de significância nesta análise, mostrando que esta variável tende a ser zero, ou seja, não influencia na distribuição dos dividendos. Este resultado pode ser atribuído à amostra pequena obtida para esta análise, o que não permitiu que seu resultado fosse condizente com a literatura, a qual espera um sinal positivo para esta variável, de forma que sinalize ao mercado que quanto maior a taxa de crescimento de lucros maior a distribuição de dividendos (LINTNER, 1956).

Por fim, a variável de interesse, *Rating*, mostrou-se positiva e significativa, o que evidencia que quanto maior o *rating* maior o pagamento de dividendos. A relação significativa é favorável ao papel sinalizador do *rating* ao mercado, conforme defendido por Neves Junior, Matsumoto e Araujo (2007), Matsumoto et al. (2011), Forti e Schiozer (2015), Boldin e Leggett (1995) e Khieu e Pyles (2016). O resultado é relevante pois o estudo controla os efeitos do endividamento e do tamanho da empresa, que poderiam ser apontados como inferências alternativas para a variável de *rating*. A versão de que empresas que possuem *rating* seriam maiores ou possuem maior necessidade de alavancagem e por isso possuem esta classificação, fica enfraquecida diante da robustez dos resultados e das variáveis de controle utilizadas.

**Tabela 1 - Modelos de Regressão com as empresas com *rating***

Variável dependente	Sinal Esperado	Dividendos/ Patrimônio Líquido		
		(1) OLS	(2) <i>Tobit</i>	(3) <i>GMM-Sys</i>
<i>Rating</i>	(+)	0.0062*** (4.14)	0.0074*** (4.15)	0.0061** (4.81)
Tamanho	(+)	0.0031 (0.96)	0.0061 (1.57)	0.0040* (1.70)
ROA	(+)	0.2624*** (5.40)	0.3344*** (6.11)	0.2389*** (7.57)
Crescimento dos lucros	(+)	-0.0006 (-0.70)	-0.0001 (-0.09)	0.0004 (0.52)
Alavancagem	(+/-)	0.0062*** (4.29)	0.0067*** (4.28)	0.0033*** (3.98)
Constante		-0.0910* (-1.80)	-0.1594*** (-2.69)	-0.1234*** (-3.31)
<i>Dummy</i> para Ano		Sim	Sim	Sim
Observações		559	559	559
Número de empresas		79	79	79
R <sup>2</sup>		0.2770		

Nota: Esta tabela apresenta regressões *Pooled OLS* (1), *Tobit* (2) e *GMM* (3) com dados em Painel. A variável dependente em todos os modelos é Dividendos dividido pelo Patrimônio Líquido. A amostra inclui as empresas listadas na B3 entre os anos de 1995 a 2017 e que possuem classificação de *rating*. Todos os modelos possuem variáveis *dummy* para o ano. Valores absolutos das estatísticas t para os coeficientes das variáveis independentes são apresentados em parênteses. Os níveis de significância são \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A análise 1, portanto, evidencia que, dentre as empresas que possuem classificação de *rating*, as empresas que tem um maior *rating* distribuem mais dividendos, conforme esperado na pesquisa. Isto pode ser atribuído ao fato dos gestores se utilizarem do maior pagamento dos dividendos para sinalizar ao mercado sobre suas boas expectativas futuras de fluxo de caixa e com isso conseguir melhores condições de financiamento, pois um melhor *rating* representa um custo menor das dívidas para a empresa. Encontra-se então uma vantagem do maior pagamento dos dividendos pelo menor custo das dívidas. Esta lógica é reforçada pelo sinal positivo da variável Alavancagem, que indica que empresas que pagam mais dividendos

possuem mais dívidas. Logo, pelo conjunto das análises, nota-se uma relação positiva entre a distribuição de dividendos e a classificação de *rating* das empresas listadas na B3, em uma amostra composta apenas por empresas que possuem *rating*. O resultado indica que dentre as empresas com *rating*, aquelas com melhor avaliação são as que pagam maiores dividendos a seus acionistas, evidenciando um fator sinalizador desta variável ao mercado.

## 4.2 Resultados da Análise 2

A Tabela 2 permite analisar, entre todas as empresas da amostra, se aquelas que têm classificação de *rating* distribuem mais ou menos dividendos do que aquelas que não têm esta classificação. Pode-se notar que as variáveis Tamanho, ROA, Alavancagem e Crescimento dos Lucros são positivas nos três modelos (OLS, *Tobit* e *GMM*), não apresentando esta última variável coeficiente de significância no modelo *Tobit*. Já a variável possui *rating* apresenta um valor negativo e significativo nos três modelos.

ROA e Alavancagem obtiveram o mesmo sinal e significância dos valores encontrados na Tabela 1, o que reforça a relação positiva destas variáveis com a distribuição dos dividendos. Sendo assim, quanto maior a rentabilidade e a alavancagem, maior a distribuição de dividendos. Conforme, já foi mencionada na Análise 1, a relação positiva entre ROA e dividendos já era esperada pela literatura, no entanto a relação positiva com a variável Alavancagem reforça a corrente que, segundo Forti e Schiozer (2015), defendem que um aumento no endividamento sinaliza que a empresa espera um elevado fluxo futuro de caixa e então os gestores pagam mais dividendos para confirmar esta sinalização.

**Tabela 2 - Modelos de regressão com todas as empresas da amostra**

Variável dependente	Sinal Esperado	Dividendos/ Patrimônio Líquido		
		(1) OLS	(2) <i>Tobit</i>	(3) <i>GMM-Sys</i>
Possui <i>rating</i>		-0.00168*** (-4.69)	-0.0206*** (-4.79)	-0.0328*** (-10.19)
Tamanho	(+)	0.0068*** (11.12)	0.0147*** (16.66)	0.0089*** (20.80)
ROA	(+)	0.1985*** (19.41)	0.5012*** (23.07)	0.1492*** (23.23)
Crescimento dos lucros	(+)	0.0014*** (4.65)	0.0006 (1.21)	0.0013*** (5.88)
Alavancagem	(+/-)	0.0021*** (6.07)	0.0040*** (7.50)	0.0017*** (7.83)
Constante		-0.0635*** (-6.61)	-0.1931*** (-13.42)	-0.0928*** (-12.22)
Dummy para ano		Sim	Sim	Sim
Observações		5079	5079	5079
Empresas		330	330	330
R <sup>2</sup>		0.2457		

Nota: Esta tabela apresenta regressões Pooled OLS (1), *Tobit* com dados em Painel (2) e *GMM* (3). A variável dependente em todos os modelos é Payout dividido pelo Patrimônio Líquido. A amostra inclui todas as empresas listadas na B3 entre os anos de 1995 a 2017. Todos os modelos possuem variáveis *dummy* para o ano. Valores absolutos das estatísticas t para os coeficientes das variáveis independentes são apresentados em parênteses. Os níveis de significância são \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01.

Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis Tamanho e Crescimento dos Lucros, apresentaram resultados condizentes com o esperado pela literatura, positivos e significantes. Sendo assim, a variável tamanho mostra que quanto maior e mais madura a empresa maior a distribuição dos dividendos, o que pode ser atribuído às reduções nas possibilidades de novos investimentos da empresa ou a facilidade de acesso a fontes alternativas de financiamentos, fazendo com que a firma retenha menos lucros para fazer os investimentos (MARTINS; FAMÁ, 2012; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). Já a variável Crescimento dos Lucros, evidencia que os gestores se utilizam dos dividendos para sinalizar sobre os lucros futuros, já que a variável rentabilidade já foi explorada na regressão. Isto reforça os estudos de Loss e Sarlo Neto (2003), Cioffi e Famá (2010), Novis Neto e Saito (2003), Correia e Amaral (2002).

Por fim, a variável possui *rating* tem relação negativa e significativa com a distribuição de dividendos, de tal forma que as empresas com *rating* pagam menos dividendos. Isto pode indicar que estas empresas utilizam o *rating* como uma informação adicional ao mercado e com isso sinalizam menos por meio do pagamento de dividendos, o que pode ser vantajoso já que o custo de um *rating* é significativamente menor do que o custo do pagamento de dividendos. Esta análise, reforça a existência de uma relação de sinalização complementar entre a distribuição de dividendos e a classificação *rating* das empresas.

Portanto, constatou-se que as empresas que têm *rating* distribuem menos dividendos do que aquelas que não têm esta classificação, ou seja, quando analisadas a amostra de 330 empresas, incluindo empresas



com e sem *rating*, as que não possuem classificação de *rating* distribuem mais dividendos do que aquelas que a têm. Tal resultado confirma a teoria de que os dividendos são utilizados como sinalizadores da saúde financeira da empresa e que o *rating* também sinaliza a mesma informação. Portanto empresas com *rating* podem pagar menos dividendos, uma vez que possuem as duas formas de sinalização enquanto empresas sem *rating* possuem apenas os dividendos para sinalizar sua situação financeira ao mercado.

### 4.3 Resultados da Análise 3 – Teste de Robustez

Esta análise foi desenvolvida com objetivo de complementar e trazer robustez aos resultados apresentados na análise 2. Mesmo com um modelo robusto em termos de endogeneidade como o GMM, inferências de causa e efeito devem ser apresentadas com cautela. Outro aspecto que deve ser considerado refere-se à abordagem do impacto dos dividendos mínimos obrigatórios conforme levantado por Vancin e Procianoy (2016).

Para isso desenvolveu-se uma análise com *Propensity Score Matching* usando a técnica ATT (*Average Treatment Effect on the Treated*). O modelo calcula a diferença entre tratados (com *rating*) e controle (sem *rating*) comparando empresas aos pares (*Matching*). A diferença encontrada entre o pagamento de dividendos de tratados e controle pode ser considerada robusta, pois somente compara empresas que são semelhantes exceto pelo fato de uma possuir *rating* e a outra não.

**Tabela 3 – Diferença do pagamento de dividendos entre empresas com e sem *rating* de crédito**

ATT	Tratados	Controle	Diferença	Erro Padrão	t
<i>Nearest Neighbor</i>	559	342	-0.021***	0.008	-2.60
<i>Kernel Matching</i>	559	2485	-0.008***	0.004	-1.96
<i>Stratification</i>	559	2485	-0.007**	0.003	-2.00

Nota: Diferença do pagamento de dividendos entre empresas com e sem *rating* de crédito. Empresas com *rating* foram alocadas no grupo de “tratados” e as empresas sem no grupo de “controle”. Diferenças ATT calculadas por *Propensity Score Matching* pelos métodos de *Nearest Neighbor*, *Kernel Matching* e *Stratification*. A variável de interesse é Payout dividido pelo Patrimônio Líquido. A amostra inclui todas as empresas listadas na B3 entre os anos de 1995 a 2017. Os níveis de significância são \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados apresentados na Tabela 3 demonstram que qualquer que seja o método de pareamento utilizado, a diferença entre o pagamento de dividendos entre tratados e controle é estatisticamente significativa a 1% e 5%. Em resumo, empresas com classificação de *rating*, pagam menos dividendos do que empresas que não possuem, confirmando os resultados da Análise 2 através de uma técnica estatística robusta para causa e efeito. Empresas similares em suas características como endividamento, tamanho, ROA e crescimento dos lucros, mas diferentes apenas em possuir ou não classificação de crédito pagam dividendos diferentes em média, reforçando assim a afirmação de que dividendos são utilizados como sinalização e que o *rating* também sinaliza ao mercado, e assim, as empresas podem utilizar os dois como forma de sinalizar sua boa situação econômica e financeira.

Cabe pontuar que o resultado apresentado também mitiga o risco da influência dos DMO (VANCIN; PROCIANOY, 2016) nos resultados da Análise 2, pois o método de comparação entre pares de tratados e controle pressupõe que a única diferença entre as empresas seria a presença de classificação de *rating*.

## 5 Considerações Finais

O objetivo desta pesquisa foi identificar se os dividendos pagos pelas empresas possuem uma função complementar de sinalização ao mercado e/ou de redução de assimetria informacional com os credores das empresas (NISSIM; ZIV, 2001). Como estratégia de identificação, analisou-se a relação entre a distribuição de dividendos e a classificação de *rating* das empresas, de tal forma a identificar se há uma mudança consistente na política de dividendos de empresas que utilizam esta classificação, o que indica a sobreposição de funções entre os dois (BOLDIN; LEGGETT, 1995; KHIEU; PYLES, 2016). O modelo avaliou se dentre as empresas com esta classificação, as de maior *rating* distribuem mais dividendos, e se dentre todas as firmas, aquelas com classificação de *rating* distribuem menos dividendos do que as demais.

A estratégia de identificação utilizou dividendos como variável dependente e a classificação de *rating* como variável de interesse. Foram adotadas variáveis de controle para aspectos relevantes como Tamanho, Alavancagem, ROA e Crescimento dos Lucros, que são utilizadas na literatura de política de dividendos e que se comportaram, por meio dos estimadores *Polled OLS*, *Tobit* e GMM, condizentes com a literatura (MARTINS; FAMÁ, 2012; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; GALVÃO; SANTOS; ARAÚJO, 2019). Além disso, seus resultados permitiram concluir que o *rating* é utilizado pelas firmas como informação adicional de sinalização ao mercado e como redutora de assimetria com os credores (FORTI; SCHIOZER, 2015). Os estimadores dos coeficientes utilizados são adequados ao comportamento dos dividendos que possuem dados censurados em zero e problemas de endogeneidade das variáveis estudadas.

Os resultados são consistentes com a hipótese de sinalização pois os gestores pagam mais dividendos ao mercado com o intuito de sinalizar suas boas perspectivas futuras de caixa e com isso conseguir melhores condições de financiamentos (NISSIM; ZIV, 2001). Este artigo apresenta novas evidências no sentido de que empresas utilizam do *rating* como uma informação adicional ao mercado e com isso sinalizam menos por meio do pagamento de dividendos, o que pode ser vantajoso já que o custo do *rating* é significativamente menor do que o custo do pagamento de dividendos superiores. Tal resultado confirma a teoria de que os dividendos são utilizados como sinalizadores da saúde financeira (LOSS; SARLO NETO, 2003; CIOFFI; FAMÁ, 2010; FORTI; SCHIOZER, 2015) da empresa, e que o *rating* também sinaliza a mesma informação (BOLDIN; LEGGETT, 1995; KHIEU; PYLES, 2016). Neste contexto, empresas com boa classificação de *rating* podem pagar menos dividendos, uma vez que possuem as duas formas de sinalização enquanto empresas sem *rating* possuem apenas os dividendos para sinalizar sua situação financeira ao mercado.

Vale ressaltar que a alegação alternativa de que empresas maiores teriam melhores condições de arcar com custos de obtenção da classificação de *rating* não se sustentam uma vez que o estudo controlou esta alternativa através da variável Tamanho.

As limitações deste estudo estão na possibilidade latente de relações endógenas entre as variáveis que podem resultar em viés dos estimadores, apesar dos cuidados tomados pela metodologia adotada e na amostra de empresas com classificação de *rating*, visto que apenas 79 empresas apresentaram esta informação. Sugere-se como estudos futuros replicar o estudo desconsiderando as empresas financeiras, que possuem características específicas, a fim de verificar se os resultados permanecem os mesmos e ampliar as variáveis de análise, conforme adotado pela literatura.

## Referências

ASHRAF, Badar N.; ZHENG, Changjun Z. Shareholder protection, creditor rights and bank dividend policies. **China Finance Review International**, v. 5, n. 2, p. 161-186, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/CFRI-08-2014-0057>

BALTAGI, Badi H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3 ed. New York: John Wiley & Sons, 2005.

BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. J.; WATTS, Ross L. The determinants of corporate leverage and dividend policies. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7.4, n.1, p.4-19, 1995. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1995.tb00259.x

BARROS, Lucas A. B. de C.; CASTRO JUNIOR, Francisco. H. F. de, SILVEIRA, Alexandre. D. M. da; BERGMANN, Daniel. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. In: **Social Science Research Network-SSRN**, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1593187>

BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. **The Bell Journal of Economics**, v. 20, n. 1, p. 259-270, 1979. DOI: 10.2307/3003330

BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, v. 2, p. 5-8, 1976. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>

BOLDIN, Robert; LEGGETT, Keith. Bank dividend policy as a signal of bank quality. **Financial Services Review**, v. 4, p. 1-8, 1995. DOI: [https://doi.org/10.1016/1057-0810\(95\)90013-6](https://doi.org/10.1016/1057-0810(95)90013-6)

BONE, Rosemarie. B. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Perspectiva Econômica**, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006. Disponível em: <[http://revistas.unisinos.br/index.php/perspectiva\\_economica/article/view/4374](http://revistas.unisinos.br/index.php/perspectiva_economica/article/view/4374)>. Acesso em: 04 dez. 2018

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 04 dez. 2018.

BRASIL. **Lei nº 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm)>. Acesso em: 04 dez. 2018.

BRASIL. **Lei nº 9.430**, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9430.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9430.htm)>. Acesso em: 04 dez. 2018.

BRASIL. **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm)>. Acesso em: 04 dez. 2018.

BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm)>. Acesso em: 04 dez. 2018.

BRENNAN, Michael J. Taxes, market valuation and corporate financial policy. **National Tax Journal**, v. 23, n. 4, p. 417-427, 1970. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41792223>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

CAMERON, A. Colin; TRIVEDI, Pravin. K. **Microeconometrics: methods and applications**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

CHANG, Bin; DUTTA, Shantanu; SAADI, Samir; ZHU, Pengcheng. Corporate governance and dividend payout policy: beyond country-level governance. **Journal of Financial Research**, v. 41, n. 4, p. 445-484, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2994960>

CIOFFI, Patrícia. L. de M.; FAMÁ, Rubens. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, 13., 2010, São Paulo. **Anais ...** São Paulo: SEMEAD, 2010. Disponível em: <<http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/trabalhosPDF/65.pdf>>. Acesso em: 04 dez. 2018.

CORREIA, Laise F.; AMARAL, Hudson. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In: ENCONTRO NACIONAL ANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-195.pdf>>. Acesso em: 04 dez. 2018.

DAMASCENO, Danilo. L.; ARTES, Rinaldo; MINARDI, Andrea. M. A. F. Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. **Revista de Administração - USP**, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 344-355, out./nov./dez. 2008. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/4421/determinacao-de-rating-de-credito-de-empresas-brasileiras-com-a-utilizacao-de-indices-contabeis/i/pt-br>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

DICKENS, Ross. N.; CASEY, K. Michael; NEWMAN, Joseph A. Bank dividend policy: explanatory factors. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 41, n. 1/2, p. 3-12, 2002. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/40473341>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-44, 2001. DOI: 10.1016/S0304-405X(01)00038-1

FIGUEIREDO, Antônio C. O conteúdo informativo de dividendos: evidências no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 22 e 23 jul. 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: IBMEC, 2002. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/2EBF/paper/viewFile/1655/766>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

FIORATI, Alexandre. R. dos S; GARCIA, Fabio G; TAMBOSI FILHO, Elmo. Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 22 a 26 set. 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B580.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

FORTI, Cristiano A. B.; SCHIOZER, Rafael F. Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. **Journal of Banking & Finance**, v. 56, p. 1-11, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.011>

FORTI, Cristiano A. B.; PEIXOTO, Fernanda M.; ALVES, Denis L. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

FUTEMA, Mariano S.; BASSO, Leonardo F. C.; KAYO, Eduardo K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças- USP**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan./abr. 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100004>

GALVÃO, Kécia da S.; SANTOS, Joséte F. dos; ARAÚJO, Jevuks M. Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 15, n. 36, p. 3-30, dez. 2018. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3>.

GALVÃO, Kécia da S.; SANTOS, Joséte F. dos; ARAÚJO, Jevuks M. Política de distribuição de dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 57-75, 2019. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42438>

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959. DOI: 10.2307/1927792.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ANPAD, 27, 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2003-fin-1222.pdf>>. Acesso em: 02 mai. 2020.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

KHIEU, Hinh D.; PYLES, Mark K. The influence of a credit rating change on dividend and investment policy interactions. **The Financial Review**, v. 51, n. 4, p. 579-611, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1111/fire.12104>

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. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1910664>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./abr. 2006. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, v.14, n. especial, p. 39-53, out. 2003. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772003000400008>

MALAQUIAS, Rodrigo F.; GIACHERO, Osvaldo S.; COSTA, Brenner E. da; LEMES, Sirlei. Juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **UNB Contábil – UNB**, Brasília, v.10, n. 2, jul./dez, 2007. Disponível em: <<https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/245/0>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

MARTINS, Andressa I.; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan./fev. 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>

MARTINS, Theo C.; NOVAES, Walter. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4), p. 953-967, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>

MATSUMOTO, Alberto S.; FERNANDES, José L. B.; BOURAHLI, Abdelkader; CARDOSO, João Paulo. O rating tem o poder preditivo de insolvência? In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO-SEMEAD, 14, 2011, São Paulo. **Anais ...** São Paulo: SEMEAD, 2011. Disponível em: <<http://sistema.semead.com.br/14semead/resultado/trabalhosPDF/274.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2019.



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. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2351143>>. Acesso em: 05 dez. 2018.

NEVES JUNIOR, José das; MATSUMOTO, Alberto S.; ARAUJO, Silvia S. R. Grau de investimento: uma análise comparativa do desempenho Brasil em relação à Argentina, Chile, México, Uruguai e Venezuela, na visão do rating da Moody's Group. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE COSTOS, 10, 13, 14 e 15 de junho de 2007, Lyon/França. **Anais...** Lyon/França: Instituto Internacional de Custos, 2007. Disponível em: <<http://intercostos.org/documentos/apellidos/Das%20Neves%202.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2018

NISSIM, Doron; ZIV, Amir. Dividend changes and future profitability. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 56, n. 6; p. 2111-2133, Dec./2001. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00400>

NOVIS NETO, Jorge A. SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 135-143, abr./jun. 2003. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16724/pagamentos-de-dividendos-e-persistencia-de-retornos-anormais-das-acoes--evidencia-do-mercado-brasileiro/i/pt-br>>. Acesso em: 04 dez. 2018.

PARTNOY, Frank. The Paradox of Credit Ratings. **U San Diego Law & Econ Research Paper**, n. 20, 2001. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.285162>

RAMASASTRY, Ambarish; KOSE, John; WILLIAMS, Joseph. Efficient signalling with dividends and investments. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 2, p. 321-343, 1987. DOI: 10.2307/2328255

REDDY, Y. V. Credit rating: changing perspectives, 2000. Disponível em: <<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Bulletin/PDFs/13292.pdf>>. Acesso: 04 dez. 2018.

ROODMAN, David. How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. **Stata Journal**, v. 9,, p. 86-136, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>

ROSENBAUM, Paul R.; RUBIN, Donald B. The central role of the propensity score in observational studies or casual effects. **Biometrika**, v. 70, p. 41-55, 1983. DOI: 10.1093/biomet/70.1.41

SANTOS, José L. dos; SCHMIDT, Paulo. **Contabilidade Societária**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SHAO, Liang; KWOK, Chuck C. Y.; GUEDHAMI, Omrane. Dividend policy: balancing shareholders' and creditors' interests. **Journal of Financial Research**, v. 36, n. 1, p. 43-66, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2013.12002.x>

SILVEIRA, Rafaela A. C.; TAKAMATSU, Renata T.; AVELINO, Bruna C. Impacto dos ratings de crédito nas ações de empresas de capital aberto no Brasil. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 573-602, 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.18593/race.v16i2.10556>

VANCIN, Daniel F.; PROCIANOY, Jairo L. Os determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do mínimo obrigatório legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, abr. 2016. ISSN 1984-5146. DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v14n1.2016.53448>

WOOLDRIDGE, Jeffrey. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

XIA, Han. Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies? **Journal of Financial Economics**, v. 111, n. 2, p. 450-468, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.015>

## NOTAS

### AGRADECIMENTOS

Não se aplica.

### CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

**Concepção e elaboração do manuscrito:** K. S. Freitas e C.A.B. Forti

**Coleta de dados:** K. S. Freitas



**Análise de dados:** C.A.B. Forti

**Discussão dos resultados:** C.A.B. Forti e K. S. Freitas

**Revisão e aprovação:** C.A.B. Forti e K. S. Freitas

### **CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA**

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

### **FINANCIAMENTO**

Não se aplica.

### **CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM**

Não se aplica.

### **APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA**

Não se aplica.

### **CONFLITO DE INTERESSES**

Não se aplica.

### **LICENÇA DE USO**

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

### **PUBLISHER**

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

### **EDITORES**

Carlos Eduardo Facin Lavarda e Suliani Rover

### **HISTÓRICO**

Recebido em: 26/05/2019 – Revisado por pares em: 02/10/2019 – Reformulado em: 15/05/2020 – Recomendado para publicação em: 17/05/2020 – Publicado em: 30/05/2020

*Uma versão preprint do artigo foi apresentada no XIV Encontro Brasileiro de Finanças, 2014.*