

**DETERMINANTES DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS PERÍODOS DE PROSPERIDADE  
E CRISE ECONÔMICA EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

**EDGAR PAMPLONA**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
edgarpamplona@hotmail.com

**ELISANE TERESINHA BRANDT**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
elisane\_brandt@hotmail.com

**JOSIANE DE OLIVEIRA SCHLOTEFELDT**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
jschlotefeldt@al.furb.br

**TARCÍSIO PEDRO DA SILVA**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
tarcisio@furb.br

**MAURÍCIO LEITE**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)  
mauricio.leite@ymail.com

# DETERMINANTES DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS PERÍODOS DE PROSPERIDADE E CRISE ECONÔMICA EM EMPRESAS BRASILEIRAS

## RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica. Para alcançar tal objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. O período de análise compreendeu entre os anos de 2010 a 2016, sendo a amostra composta por 64 empresas e 448 observações. Os resultados evidenciam que as empresas sofrem perda de desempenho em períodos de crise econômica comparativamente ao período de prosperidade, todavia, não diminuem o pagamento de dividendos. Ademais, tem-se que rentabilidade e tamanho afetam positivamente o pagamento de dividendos em ambos os períodos analisados, ou seja, de prosperidade e de crise econômica. Já no período de crise, às variáveis liquidez e crescimento da empresa influenciam positivamente e negativamente, respectivamente, o pagamento de dividendos das empresas aos acionistas. Estes últimos achados assinalam que a baixa oportunidade de investimentos, geralmente encontradas em cenários recessivos, no qual as ameaças são mais evidentes e as oportunidades mais restritas, fazem com que as empresas paguem mais dividendos. Tais resultados são plausíveis, visto que a falta de oportunidades de investimentos mediante ambiente de mercado instável faz com que as empresas prefiram destinar em maior proporção os recursos em excesso aos sócios do que reterem na organização para investimentos futuros não vislumbrados atualmente. Além disso, a relação positiva entre liquidez e pagamentos de dividendos enfatiza tal perspectiva, visto que o excesso de recursos de folga impulsiona a destinação aos acionistas.

**Palavras-Chave:** Dividendos; Crise Econômica; Finanças Corporativas.

## 1 INTRODUÇÃO

A política de dividendos consiste na determinação da forma de distribuição ou retenção dos lucros, bem como o montante a ser distribuído, cujos estudos seminais foram apresentados por Lintner (1956) e Gordon (1959) no qual discutiram a importância da política de dividendos sobre o retorno aos acionistas e sobre os ganhos futuros de capital. No entanto, a temática no Brasil é ainda, comparativamente aos estudos internacionais, carente de evidências mais robustas (MARTINS; FAMÁ, 2012).

As decisões sobre o pagamento de dividendos misturam-se com outras decisões de financiamento e de investimento. Algumas organizações preferem pagar baixos dividendos devido ao fato do otimismo dos gestores quanto ao futuro da organização, mantendo assim a retenção do lucro para aplicar na sua expansão (BREALEY; MYERS, 1988). Por outro lado, a decisão sobre o pagamento de dividendos pode implicar significativamente a necessidade de financiamento externo, pois quanto maior for o dividendo pago, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com obtenção externa, por meio de empréstimos ou emissões de ações para manutenção de suas operações (GITMAN, 2004).

Por essa perspectiva, a política de dividendos pode exercer um importante papel na determinação do valor das organizações, pois transmite um sinal positivo para os acionistas em relação à geração de lucros. No entanto, quando há o pagamento de dividendos, há uma diminuição do caixa da organização e, pode surgir a necessidade de buscar recursos para realizar os novos investimentos. A decisão de pagamento de dividendos influencia diretamente no ritmo de crescimento da organização, embora existam oportunidades, os recursos de longo prazo, seja por meio de dívida ou de capital, são escassos e de difícil obtenção (PROCIANOY; POLI, 1993).

Nikbakht e Groppelli (2006) destacam que, mesmo de forma indireta, o pagamento de dividendos pode influenciar nos planos de investimentos das organizações, uma vez que

dividendos elevados reduzem a capacidade de investimento das organizações e, que, por conseguintes, poderá alterar sua estrutura e o custo de capital. Ambrozini e Pimenta Júnior (2015) atribuem os fatores como legislação, estatutos da companhia, disponibilidade de caixa, novas oportunidades de investimentos, expectativa de lucros futuros, dentre outros, exercem maior influência quanto à decisão de pagamento de dividendos.

No entanto, devido ao fato de que as organizações têm operado em ambiente marcado por intensa competitividade e ciclos econômicos recessivos, cuja vulnerabilidade financeira generalizada em todo o mundo, intensificada principalmente a partir da década de 1990, fez emergir uma preocupação das organizações ao ponto de que crises econômicas não possam mais ser desconsideradas na análise em finanças corporativas, pois é um fator que pode implicar em mudança das estratégias empresariais, o que, por conseguinte pode exercer influência sobre o desempenho das organizações.

Lim (2016) destaca que maioria das empresas passou por um processo de desalavancagem e redução do pagamento dos dividendos em resposta à crise econômica mundial. Desta forma a crise econômica fornece um excelente ambiente para testar como um choque econômico afeta políticas de dividendos. Sob tal perspectiva, crises econômicas tendem a causar mudanças nas práticas de gestão e incentivos, sendo as empresas obrigadas a buscar por alternativas de gestão de processos que favoreçam a geração de resultados satisfatórios e, assim, novos rumos são pensados para que se possa manter e fazer crescer o volume de negócios gerados pela organização.

Considerando que a política de dividendos pode afetar a gestão financeira das organizações que, por consequência, influencia no seu desempenho, principalmente em ambientes de crise econômica, foi elaborada a seguinte questão problema que norteia essa pesquisa: quais os determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras? Sendo assim, o objetivo do presente estudo é verificar os determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras.

A despeito disto, Latham e Braun (2011) destacam que as crises econômicas representam o evento mais transformador enfrentado pelas organizações que surgem de forma inesperada e sem um período definido para a sua duração. Apesar desta natureza destrutiva sobre as organizações seja amplamente reconhecida, comparativamente poucas pesquisas tem abordado como as empresas atravessam esses períodos de incertezas. Dolenc, Grum e Laporsek (2012) acrescentam que na literatura recente, as pesquisas tem se concentrado nos efeitos macroeconômicos das crises e como esses efeitos se espalham para diferentes países através de canais de contágio. Por conseguinte, a pesquisa aborda a importância de compreender quais as consequências da crise financeira e econômica para as organizações.

Crises econômicas sem precedentes têm mudado de forma súbita a política de dividendos das organizações. Sendo assim, momentos de crise econômica fornecem uma excelente oportunidade para identificar como um choque econômico afeta as políticas de dividendos (LIM, 2016).

A política de dividendos é ainda uma temática em aberto na literatura em finanças corporativas. Tal proposição é evidenciada nas observações de Montalvan, Barilla, Ruiz e Figueroa (2017) que apontam a política de dividendos como um dos tópicos mais debatidos na literatura financeira e que, embora diversos pesquisadores tenham desenvolvido teorias e fornecido evidências empíricas, ainda há falta de um consenso geral. Diante destas assertivas, este estudo pretende aprofundar o entendimento sobre a temática proposta e assim contribuir para os estudos em finanças corporativas, redirecionando sua atenção para este tema oportuno, mas pouco estudado, especialmente sobre como as empresas se comportam durante os períodos de recessão econômica.

O artigo está estruturado da seguinte forma. O referencial teórico aborda as questões envolvendo a política de dividendos e crise econômica. Em seguida, é apresentado os procedimentos metodológicos para a coleta e análise de dados. Na seção seguinte são analisados e discutidos os resultados alcançados. Por fim, as considerações finais são oferecidas com perspectivas de pesquisas futuras.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

No capítulo destinado a revisão da literatura, apresenta-se a discussão teórica que suporta a pesquisa. Esse capítulo está dividido em três seções, que tratam dos temas política de pagamento de dividendos, crise econômica e efeito da crise econômica na política de pagamento de dividendos cujo objetivo é suportar o constructo utilizado na pesquisa e à análise dos resultados.

### **2.1 Política de Pagamento de Dividendos**

A política de pagamento de dividendos consiste na determinação entre a distribuição ou retenção dos lucros, cabendo ao gestor estabelecer a melhor combinação entre tais decisões (PROCIANOY; POLI, 1993). A maneira como as empresas administram sua política de dividendos é um assunto discutido há décadas e tem sua relevância ligada à maximização do retorno dos acionistas e a uma possível relação com a política de investimentos das companhias (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Mais especificamente, os estudos acerca desta temática emergiram em meados da década de 1950, tendo como percussores Lintner (1956) e Gordon (1959) que destacaram a importância da política de dividendo, sob a perspectiva de que o aumento da distribuição de dividendos minimiza o retorno para o acionista uma vez que os investidores passam a ter menor clareza quanto aos futuros ganhos de capital. Gordon (1959) aponta ainda que a decisão de pagar dividendos impacta diretamente no ritmo de crescimento das empresas, pois, embora existam oportunidades, os recursos para investimentos, dentre eles os de longo prazo, são escassos, de difícil obtenção e, relativamente caros em função das garantias apresentadas.

Em um mercado de capitais perfeito, as decisões de investimento de uma empresa estão separadas de suas decisões de dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Tal assertiva é demonstrada por Fama (1974) no qual destacou que, mesmo em mercados imperfeitos, não são suficientes para rejeitar de forma consistente a hipótese de independência entre as decisões de dividendos e de investimento das empresas. Outra perspectiva apontada por Higgins (1972) é de que o uso dos recursos da organização, para fins de investimento e o financiamento de dívidas, são alguns dos fatores que podem influenciar o pagamento de dividendos. Mais especificamente, novas dívidas de longo prazo têm influência negativa sobre a quantidade de dividendos pagos.

No Brasil, as discussões sobre a política de pagamentos de dividendos são mais recentes, ganhando maior ênfase a partir da década de 1990, principalmente a partir do processo de estabilização econômica. Em relação à abordagem da temática, enquanto em outros países a discussão recai sobre a remuneração do acionista limitando-se entre dividendos e ganho de capital, no Brasil acrescentam-se os juros sobre capital próprio, o que na visão de Martins e Famá (2012) torna a análise mais complexa.

O Brasil, em especial, possui particularidades que tornam o estudo sobre esse tema ainda mais interessante e polêmico. A Lei 6.404/76, e posteriormente a Lei 10.303/01 preveem um mínimo de distribuição de dividendos de 25% do lucro ajustado e, em 1996 a política de distribuição de dividendos passou a ser influenciada pela legislação fiscal, em que a Lei 9.249/95 introduziu outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio, por intermédio do pagamento dos Juros (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Nesse sentido, conforme Martins e Famá (2012), a partir de 1994 surgiram estudos que relacionaram a tributação e distribuição de dividendos. A pesquisa destaca que, muitos estudos não puderam afirmar que a mudança na tributação influencia a política de dividendos. Contudo, alguns deles concluíram que são exigidos retornos maiores para ações que distribuem mais dividendos quando estes são tributados a alíquotas maiores e retornos menores quando a tributação é menor.

Loss e Sarlo Neto (2003) destacam que a política de pagamento de dividendos não é apenas uma decisão sobre o quanto pagar aos acionistas, mas sim uma decisão sobre o quanto ficará retido na entidade, bem como os motivos que levaram a esta determinação. As retenções realizadas podem financiar seus projetos e, por conseguinte, ter potencial de pagar dividendos maiores futuramente. No entanto, quando do pagamento de maiores dividendos, as empresas poderão financiar seus projetos por meio da entrada de novos investidores pagando menores dividendos aos atuais investidores.

Ademais, Gitman (2004) que destaca que dividendos, além de representam os fluxos de caixa para os acionistas, contém informações úteis no que concerne ao desempenho atual e futuro da organização. Estas informações afetam a percepção que os acionistas têm sobre o risco que o negócio oferece. Além disso, a decisão sobre os pagamentos de dividendos pode afetar significativamente as exigências de financiamento externo, ou seja, quanto maior for o dividendo pago em dinheiro, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com obtenção externa, por meio de empréstimos ou emissões de ações para manutenção de suas operações.

Como a decisão sobre distribuição de dividendos afeta a política de financiamento e, as alterações nessas políticas influenciam no valor das ações, pois quando a distribuição aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, já que a confiança no futuro da empresa caminha na mesma direção; por outro lado, um corte é percebido como uma má notícia sobre as expectativas futuras. Embora a escolha dos gestores em aumentar ou diminuir o pagamento de dividendos atual pode não afetar significativamente o valor da empresa, mas tem um efeito significativo sobre o preço de mercado da ação e as opiniões dos investidores e outros *stakeholders* (LOSS; SARLO NETO, 2003; KANIA; BACON, 2005).

Abor e Bopkin (2010) afirmam que a política de pagamento de dividendos é uma questão corporativa importante e pode estar relacionada com a maioria das decisões financeiras e de investimento que as empresas tomam. Destaca-se ainda que os dividendos sejam importantes porque tem um conteúdo informacional alto, visto que um aumento de dividendos pagos pode ser um indício de que a gestão confia em um bom desempenho futuro, sendo a essa uma das variáveis que os investidores levam em consideração ao tomarem decisões acerca de investir ou não em uma organização (FONTELES *et al.*, 2012).

A despeito das decisões de pagamento de dividendos, Ambrozini e Pimenta Júnior (2015) destacam que os gestores atribuem maior importância a fatores como a legislação, estatutos da companhia, disponibilidade de caixa, novas oportunidades de investimentos, expectativa de lucros futuros, dentre outros. No entanto, crises econômicas não podem ser desconsideradas na análise em finanças corporativas, pois é um fator que pode implicar em mudança das estratégias empresariais, o que, por conseguinte pode exercer influência sobre o desempenho das organizações. Lim (2016) acrescenta que a maioria das empresas passou por um processo de desalavancagem e redução do pagamento dos dividendos em resposta à crise econômica mundial. Dessa forma a crise econômica fornece um excelente ambiente para testar como um choque econômico afeta políticas de dividendos.

## **2.2 Crise Econômica**

O ambiente em que as empresas operam é marcado por dois elementos principais: a intensa competitividade e os ciclos de recessão econômica. Tais ciclos são caracterizados pelo baixo crescimento econômico, estagnação ou recessão do Produto Interno Bruto (PIB) de uma

nação (FILIPPETTI; ARCHIBUGI, 2011); são fenômenos diversos com características peculiares e individuais (COUTO; FABIANO; RIBEIRO, 2011).

A vulnerabilidade financeira emergiu de forma generalizada em todo o mundo na década de 1990, especialmente apoiado por uma série de crises: Rússia (1992-1993), México (1994-1995) e os países do Leste Asiático (1997-1998). Prasetyantoko (2008) destacou que antes da crise asiática em 1997, a análise da relação entre o desempenho das organizações e as variáveis macroeconômicas era relativamente negligenciada e, no período pós-crise as pesquisas foram orientadas para buscar a causa da fragilidade macro financeiras, porém com uma visão sobre as variáveis no âmbito microeconômico, voltado para as organizações.

A despeito disto, Latham e Braun (2011) destacam que as crises econômicas representam o evento mais transformador enfrentado pelas organizações. Elas surgem de uma forma inesperada e sem um período definido para a sua duração. A natureza súbita e predominantemente prejudicial das crises econômicas impede que os gestores se preparem adequadamente, exercendo pressões significativas sobre as organizações à medida que sua eficiência é reduzida. Apesar desta natureza destrutiva sobre a viabilidade e competitividade das organizações seja amplamente reconhecida, comparativamente pouca pesquisa tem abordado como os gerentes navegam nesses períodos turbulentos.

Tal proposição é corroborada no entendimento de Dolenc, Grum e Laporsek (2012) de que na literatura recente, as pesquisas tem se concentrado nos efeitos macroeconômicos das crises e como esses efeitos se espalham para diferentes países através de canais de contágio. Por conseguinte, os autores consideram importante compreender quais as consequências típicas da crise financeira e econômica a nível micro, do ponto de vista das empresas.

Desta forma, na perspectiva corporativa, considera-se um fator crucial na determinação da estratégia organizacional que opera durante um ciclo de crise econômica a profunda compreensão do impacto da crise no ambiente micro e macroeconômico e, qualquer tentativa dos gestores em estabelecer uma política de metas sem analisar tal impacto terá um resultado questionável (AFTHONIDIS; TSIOTRAS, 2014). Assim, compreender qual o impacto das crises econômicas nas organizações se torna um componente estimulante para a pesquisa e a prática gerencial corporativa (CRUZ; ASSIS, 2009).

As crises resultam em um agravamento em termos de custo e prazos de captação de recursos por parte das empresas (FREITAS, 2009). Todavia, Kambil (2008) destacou que as empresas de alto desempenho não pararam por causa de uma recessão, elas se concentraram no crescimento da receita e participação no mercado simultaneamente. Tais períodos são uma oportunidade de transformação das finanças empresariais, cujo objetivo consiste na melhoria de suas operações financeiras, reduzindo o custo do capital de giro, os custos dos refinanciamentos e melhorando os fluxos de caixa. Segundo o autor, há uma variedade de estratégias que ajudam as empresas a navegar através de recessões e, gestores durante as recessões parecem abordar a estratégia de uma perspectiva mais ampla, concentrando recursos na missão de longo prazo e sucesso da empresa.

Ademais, Srour (2005) verificou que em choques negativos, como o da Crise Asiática, empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista, experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos.

Fabregà e Nicolau (2016) apontam que períodos de recessão geram tendências complexas na tomada de decisões estratégicas dos negócios e estes impactam sobre as operações, afetando variáveis importantes tais como vendas, política de preços e decisões de financiamento e investimento. O surgimento de crises também pode significar uma sinalização de perdas econômicas futuras para as empresas e, logo, os gestores precisam

tomar decisões sobre o reconhecimento antecipado destas notícias, pois ao diminuir o lucro, sinaliza-se uma redução de dividendos (SAMPAIO; COELHO; HOLANDA 2015).

A presente revisão de literatura pretendeu, além de compreender como os estudos nesta área foram desenvolvidos, serviu de base para a construção de um constructo de pesquisa, que visa verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica. Dessa forma, o método de pesquisa utilizado neste estudo e os instrumentos de coleta e análise dos dados são apresentados na seção seguinte.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de verificar os determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras, a presente pesquisa é caracterizada quanto aos objetivos como descritiva, pois observa variáveis sem manipulá-las. O estudo configura-se como análise documental, uma vez que os dados utilizados para cálculo das variáveis foram obtidos por meio da base de dados Economática<sup>®</sup> e de informações constantes no *website* do Banco Mundial (*World Bank*). Por fim, a abordagem do problema é delineada como quantitativa, pois identifica a influência das variáveis com o uso de técnicas estatísticas como do modelo Tobit.

A população da pesquisa foi composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para compor a amostra de pesquisa, foram excluídas as empresas que atuam no segmento financeiro, por apresentarem características particulares, bem como aquelas que não dispunham de informações para cálculo das variáveis ao longo de todo o período estudado. Por fim, ainda foram excluídas as empresas cujos dados financeiros foram identificados como *outliers* por estarem mais de dois desvios-padrão distantes da média geral. Ao todo, a amostra de pesquisa foi composta por 64 empresas que geraram 448 observações entre os anos de 2010 e 2016.

Na sequência, a lacuna temporal de pesquisa foi dividida conforme cenário econômico, sendo mais especificamente de 2010 a 2013 como período de prosperidade econômica e de 2014 a 2016 como crise econômica. Para tal delineamento, utilizou-se de informações acerca do Produto Interno Bruto (PIB) de cada ano, em que 2010, 2011, 2012 e 2013 foram definidos como período de prosperidade econômica e 2014, 2015 e 2016 como período de crise, mediante flutuação – crescimento ou decréscimo – do PIB no referido período, sendo este critério adotado advindo de Ibrahim (2015).

Além disso, os procedimentos acima mencionados estão em linha aos preceitos teóricos advindos de Filipetti e Archibugi (2011), que relatam os momentos de crise como aqueles de baixo crescimento, estagnação ou recessão do PIB de um país, ou seja, condizentes ao evidenciado nos anos de 2014, 2015 e 2016 no cenário brasileiro. Para melhor compreensão, as amostras de dados foram assim estabelecidas:

**Tabela 1: Períodos Pré-Crise e Crise Econômica**

Ano	PIB (%)	Situação
2010	7,50%	Prosperidade Econômica
2011	3,90%	Prosperidade Econômica
2012	1,90%	Prosperidade Econômica
2013	3,00%	Prosperidade Econômica
2014	0,10%	Crise Econômica
2015	-3,80%	Crise Econômica
2016	-3,60%	Crise Econômica

Fonte: *World Bank* (Banco Mundial).

Para análise dos dados, num primeiro momento foi elaborada a estatística descritiva das variáveis em estudo. As medidas usadas para descrever esse conjunto de variáveis foram a

média e desvio padrão. Além disso, foi realizado teste de médias (t de *Student*) a fim de verificar se existem diferenças significativas nos dados entre os dois períodos analisados. Por fim, foram operacionalizados os modelos Tobit a fim de verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica, visando, portanto, atingir o objetivo de pesquisa anteriormente definido. Neste sentido, a seguir apresenta-se o Quadro 1, que contém as variáveis relacionadas ao estudo.

**Quadro 1 – Descrição das Variáveis das Regressões**

Dimensão	Indicador	Fórmula	Relação Esperada	Autores que embasam a Fórmula/Relação
Dependente	Dividendos escalonados por Lucro Líquido (DivLL)	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro Líquido}}$		Kania e Bacon (2005); Fort, Peixoto e Alves (2015)
	Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	+	Abor e Bopkin (2010); Gupta e Banga (2010)
	Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo Circ.} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	+	Gupta e Banga (2010)
	Endividamento (END)	$\frac{\text{Pas. Circ.} + \text{Pas. Não Circ.}}{\text{Ativo Total}}$	+/-	Kania e Bacon (2005); Gupta e Banga (2010)
	Tamanho (TAM)	LN do Ativo Total	+	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Holanda e Coelho (2012); Fort, Peixoto e Alves (2015)
	Crescimento da Empresa (CresEm)	$\frac{\text{Ativo t1} - \text{Ativo t0}}{\text{Ativo Total t0}}$	-	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Holanda e Coelho (2012)
	Crescimento do PIB (CresPIB)	Percentual (%) de Crescimento do PIB de um ano para outro.	+/-	Holanda e Coelho (2012)
Independente	Inflação (INFL)	Percentual (%) de Inflação no ano.	+/-	Basse e Reddemann (2011)

**Fonte:** Elaborado pelos autores.

Com o uso das variáveis expostas no Quadro 1, fez-se uso do método estatístico Tobit. Cabe destacar que, conforme Forti, Peixoto e Alves (2015) o Tobit é indicado para amostras censuradas. Este estudo, por se tratar de dividendos, abrange uma série de observações iguais a zero, tornando, portanto, o modelo Tobit o mais adequado. Cabe destacar que o uso do referido modelo em pesquisas acerca de dividendos é amplamente identificado na literatura internacional e nacional, como na pesquisa de Al-Malkawi (2007) no contexto jordaniano e Forti, Peixoto e Alves (2015) no cenário brasileiro. Cabe destacar, por fim, que as técnicas estatísticas empregadas neste estudo foram realizadas com apoio de *softwares* estatísticos especializados como SPSS<sup>®</sup> 21 e Stata<sup>®</sup> 12, além de planilhas eletrônicas para tabulação dos dados estudados.

#### 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos a partir do que se estabeleceu nos objetivos da pesquisa e delineado nos procedimentos metodológicos. A primeira análise apresentada na

Tabela 2 refere-se à estatística descritiva e o teste de médias (t de *student*) das variáveis utilizadas no estudo, que posteriormente serão foco de análise mais abrangente.

**Tabela 2 – Estatística Descritiva e Test-t de *Student* das Variáveis**

Variáveis	Período de Análise				Teste-t	
	Prosperidade (2010-2013)		Crise (2014-2016)		T	Sig.
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio Padrão		
DivLL	0,497	0,535	0,609	0,697	-1,918	0,056**
RENT	0,138	0,100	0,116	0,097	2,714	0,007*
LIQ	1,488	1,088	1,321	1,087	1,607	0,109
END	0,588	0,186	0,610	0,195	-1,224	0,222
TAM	14,902	1,160	15,299	1,180	-3,563	0,000*
CrescEm	0,200	0,281	0,096	0,162	4,959	0,000*
PIB	4,075	2,425	-2,433	2,196		
INFL	5,800	0,730	7,200	1,559		

\* Significância ao nível de 5%; \*\* Significância ao nível de 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme Tabela 2, observa-se que a variável dividendos (DivLL), operacionalizada como o montante pago aos sócios em determinado ano em relação ao lucro líquido do mesmo período é maior no período de crise comparativamente ao período de prosperidade econômica. Mais especificamente, no período de prosperidade econômica (2010 a 2013), em média, 49,7% do lucro líquido era destinado pelas empresas para pagamento de dividendos, percentual este que subiu para 60,9% no período de crise (2014 a 2016). Conforme teste t de *student*, tais mudanças nas políticas de dividendos corporativas em ambos os períodos é estatisticamente diferente ao nível de confiança de 10%.

Em contrapartida, a variável rentabilidade aponta que o Retorno sobre os Ativos (ROA) é superior no período antecedente a crise econômica. Na amostra de empresas analisadas, as empresas geram um retorno médio sobre os ativos de 13,8%, enquanto no período de crise o retorno decresce para 11,6%. Tais achados, significativos ao nível de 5%, convergem com o esperado, visto que a crise tende a impulsionar acentuada e generalizada queda na demanda de vendas e, conseqüentemente, as ameaças existentes no mercado podem afetar a sobrevivências das empresas (COWLING *et al.*, 2015), o que torna natural a queda no desempenho das organizações em períodos recessivos (de crise) da economia.

Além disso, visando enfatizar o entendimento de tais achados, empiricamente evidencia-se inúmeros estudos que identificaram a perda de rentabilidade das empresas em períodos de crise econômica. A efeito, Zeitun e Saleh (2015) descobriram que a crise financeira teve impacto negativo e significativo sobre o desempenho das empresas do Conselho de Cooperação do Golfo (Qatar, Kuwait, Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita, Omã e Bahrein) e, similarmente, Osmini e Deari (2016), no contexto da Macedônia, encontraram que durante o período de recessão econômica, ocorre um declínio na rentabilidade das empresas do referido país. Desta forma, tanto os entendimentos teóricos como achados empíricos vão ao encontro do declínio no retorno das corporações evidenciado para o contexto brasileiro para o período de crise.

Atrelando os resultados evidenciados conforme estatística descritiva das variáveis de dividendos e rentabilidade, nota-se que a primeira é maior em períodos de crise, enquanto a segunda é menor quando da referida recessão econômica. Logo, pode-se compreender que, apesar dos lucros serem menores nos períodos de crise econômica, gestores optam por manter os pagamentos de dividendos, fazendo com que a proporção do lucro líquido despendido em dividendos seja maior nos períodos de crise, visto que os pagamentos aos acionistas em termos absolutos seguem de forma similar mesmo com menores retornos.

Tais achados são importantes, visto que podem sugerir que gestores preferem manter os dividendos a fim de satisfazer os desejos dos acionistas no curto prazo. Em contrapartida, a literatura sugere que quando o crédito externo torna-se difícil de obter – efeito encontrado nos períodos de crise –, as empresas costumam diminuir as distribuições aos acionistas a fim de manter sua folga financeira (AKBAR; REHMAN; ORMROD, 2013), o que, neste contexto, vai de encontro com os achados desta pesquisa.

Todavia, evidências empíricas em outros cenários têm identificado que o comportamento teórico acima mencionado pode não ocorrer mediante situações diversas. Neste sentido, o estudo de Akbar, Rehman e Ormrod (2013) no contexto do Reino Unido sugerem que as organizações não reduzem significativamente suas distribuições de dividendos durante o período de crise econômica. Desta forma, mesmo esperando que as empresas diminuíssem as distribuições aos acionistas para que mais recursos financeiros estivessem disponíveis para as operações corporativas, o coeficiente positivo evidenciado para dividendos conota que a distribuição mantém-se similar no período de crise. Tal aspecto pode ser explicado pelo fato que os dividendos possuem potencial de transmitir um sinal ao mercado sobre o desempenho futuro das empresas, já que os dividendos têm mais conteúdo de informação em períodos de crise econômica (AKBAR; REHMAN; ORMROD, 2013), o que vai de encontro com os achados para o cenário brasileiro aqui analisado.

Na sequência, tem-se que a variável liquidez é menor em períodos de crise comparativamente aos de não crise, sendo mais especificamente o indicador médio de 1,321 nos períodos de recessão econômica (crise) e 1,488 nos períodos de prosperidade econômica (não crise), enquanto a variável endividamento é superior no período de crise (indicador de 0,610) em comparação ao período de não crise (indicador de 0,588). Apesar de não significativos estatisticamente, tais achados podem ser entendidos mediante literatura.

Assim sendo, acerca do acima exposto, tem-se inicialmente que a diminuição dos níveis de liquidez, Tan e Peng (2003) defendem que a folga de recursos proporciona segurança, podendo ser utilizada quando da turbulência econômica (TAN; PENG, 2003), o que acarreta a sua diminuição a fim de manter as obrigações corporativas em dia além de todas as partes interessadas na empresa satisfeitas. Já em relação ao endividamento, por mais que a concessão de crédito se torna mais restrita em períodos de crise, o que acarretaria em diminuição do endividamento corporativo mediante restrições ao crédito externo, estudos empíricos tem contestado que durante períodos recessivos as organizações podem encontrar-se excessivamente endividadas (DAMIJAN, 2014), o que é entendível, visto que com a redução do desempenho, as empresas e manutenção dos níveis de pagamentos de dividendos, as empresas podem apresentar dificuldades de financiar suas atividades com maior proporção de recursos internos, recorrendo assim a maiores níveis de alavancagem financeira.

Por fim, tem-se ainda as variáveis tamanho e crescimento da empresa, em que observa-se que as organizações aumentaram de tamanho no período de crise (2014-2016) em relação ao período de não crise (2010 a 2013), todavia, estas experimentam crescimento menos acelerado (indicador de 0,096) em relação ao crescimento médio obtido nos anos de prosperidade econômica (indicador de 0,200), sendo os achados em ambos os casos estatisticamente significativos ao nível de 5%. De acordo com Cowling *et al.* (2015), a desaceleração econômica e as condições desfavoráveis do mercado financeiro afetam as operações e a sobrevivência das empresas (COWLING *et al.*, 2015), sendo os períodos recessivos mais turbulentos, com oportunidades mais escassas e ameaças mais presentes, o que diminui a confiança a novos investimentos, desacelerando, portanto, o crescimento das empresas, conforme observado nos achados da pesquisa.

Visto e analisado os achados das variáveis mediante estatística descritiva e teste de médias (t de *student*) apresentam-se, na Tabela 3, os resultados para os determinantes da

política de dividendos das empresas brasileiras foco do estudo, que sequencialmente serão analisados de forma mais robusta, visando assim atingir ao objetivo de pesquisa.

**Tabela 3 – Resultados pelo Método Econométrico Tobit**

Variáveis	Período de Análise								
	Prosperidade (2010-2013)			Crise (2014-2016)			Consolidado (2010-2016)		
	Coef.	T	Sig.	Coef.	t	Sig.	Coef.	T	Sig.
RENT	2,356	5,70	0,000*	3,555	5,67	0,000*	2,813	7,87	0,000*
LIQ	0,036	0,86	0,388	0,099	1,68	0,096**	0,055	1,59	0,112
END	-0,051	-0,21	0,835	-0,212	-0,63	0,527	-0,192	-0,95	0,341
TAM	0,105	2,90	0,004*	0,177	3,59	0,000*	0,124	4,17	0,000*
CresEm	-0,150	-1,04	0,299	-1,112	-2,91	0,004*	-0,319	-2,20	0,028*
CresPIB	-0,016	-0,74	0,462	-0,058	-1,52	0,130	-0,035	-2,80	0,005*
INFL	0,021	0,30	0,745	-0,084	-1,61	0,109	-0,066	-1,72	0,086**
(Constante)	-1,529	-2,01	0,045*	-2,035	-2,24	0,026*	-1,218	-2,15	0,032*
R2	0,081			0,120			0,0919		
Sig. Modelo	0,000*			0,000*			0,000*		
VIF	<1,40			<1,60			<2,20		
Nº Obs.	256			192			448		

\*Significância ao nível de 5%; \*\*Significância ao nível de 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme Tabela 3, tem-se que foi operacionalizado três modelos Tobit, sendo o primeiro para o período de prosperidade econômica (2010 a 2013), o segundo a lacuna temporal de crise econômica (2014 a 2016) e, por fim, operacionalizou-se, ainda, modelo consolidado a fim de verificar principalmente a influência de variáveis macroeconômicas – PIB e Inflação – na política de distribuição de dividendos das corporações. Todos os três modelos são significativos ao nível de 5%, permitindo inferências acerca dos resultados evidenciados. Além disso, outros testes estatísticos realizados, que atendem aos pressupostos básicos da regressão, como o VIF (Fator de Inflação de Variância) demonstra que não existe multicolineariedade entre as variáveis foco de estudo em nenhum dos modelos.

Numa análise detalhada dos resultados, tem-se que a variável rentabilidade afeta positivamente o pagamento de dividendos, tanto no período de prosperidade econômica, de crise econômica, bem como no consolidado. Tais resultados, em geral, estão de acordo com a literatura prévia acerca do assunto, visto que há três aspectos primordiais que afetam a decisão de pagar dividendos, sendo a lucratividade uma delas, pois empresas que auferem níveis mais elevados de rentabilidade tendem a pagar mais dividendos (FAMA; FRENCH, 2001).

Corroborando com o acima mencionado, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) mencionam que a parcela do lucro que será destinada à distribuição sob a forma de dividendos não se limita a um determinado percentual qualquer, definido pelos gestores da organização estatutariamente, pelos sócios ou pela legislação societária. Embora o dividendo seja vinculado ao resultado, é o saldo de caixa que determina em que medida ele pode ser realizado. Empresas que necessitam de sobra de caixa, devido sua fase de expansão, tendem a optar por diminuir os dividendos, enquanto organizações com elevada rentabilidade e boa geração de caixa podem aumentar a distribuição de dividendos. De qualquer forma, é natural que a rentabilidade esteja positivamente relacionada com o pagamento de dividendos, pois conforme evidenciado empiricamente por Gupta e Banga (2010) no contexto indiano, empresas mais rentáveis tendem a distribuir montantes maiores de dividendos aos acionistas.

Ademais, em referência a variável liquidez, nota-se que nos três modelos esta apresenta-se positivamente relacionada com o pagamento de dividendos, todavia, apenas em um deles é significativo – modelo de crise – e, mesmo assim, ao nível de 10%. De qualquer forma, o sinal das relações evidenciadas está de acordo com a literatura, visto que Gupta e Banga (2010) afirmam que empresas com folga de recursos mais elevada possuem capacidade para distribuir volume superior de dividendos. Todavia, ressalta-se que devido a baixa comprovação estatística, tais evidências sugerem a forte necessidade de outras abordagens de pesquisas aplicadas ao contexto brasileiro para seu correto entendimento.

A variável endividamento, por sua vez, apresenta-se negativamente relacionada com o pagamento de dividendos aos acionistas, todavia, em nenhuma ocasião, é estatisticamente significativa. Desta forma, mesmo que tais achados para o cenário brasileiro são similares ao de Gugler e Yurtoglu (2003) no contexto alemão, que encontraram relação negativa entre alavancagem (passivo dividido pelo ativo total) e pagamento de dividendos, evidências futuras são necessárias para o Brasil visando melhor compreensão do fenômeno analisado, visto a falta de significância estatística das relações.

Em observância ao tamanho das organizações, nota-se que nos três modelos – prosperidade, crise e consolidado – empresas maiores distribuem mais dividendos, sendo tais achados sempre significativos ao nível de 5%. Segundo Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Holanda e Colho (2012), empresas com maior tamanho tendem a adotar política de dividendos mais generosos, o mesmo ocorrendo com empresas com maior faturamento. Desta forma, tais aspectos anteriormente mencionados estão em linha com os resultados encontrados nesta pesquisa.

Por fim, a variável crescimento da empresa, apesar de negativa em todos os casos, é significativa apenas nos modelos de crise econômica e consolidado, sugerindo que empresas com oportunidades de investimentos menores são mais propensas a pagarem dividendos aos acionistas. Tais resultados parecem razoáveis, visto que quando organizações encaram mercados sem perspectiva de crescimento, a tendência de reter recursos gerados internamente diminui, aumentando conseqüentemente a distribuição dos dividendos.

Além disso, conforme Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) organizações que necessitam de sobra de caixa, devido sua fase de expansão, apresentam maior propensão em optar por diminuir os dividendos. Desta forma, como as oportunidades são mais escassas em períodos recessivos, parece natural que a desaceleração do crescimento corporativo impulse ainda mais o pagamento de dividendos, haja visto que uma economia em baixa não cria expectativas de investimentos futuros em maior amplitude, o que justificaria tais achados significantes para o período de crise e não significantes para o período de não crise, em que as oportunidades de mercado são mais notórias e as empresas podem optar por não distribuírem tanto os lucros, seja para investimento presente ou visualizando projetos futuros. Além disso, o sinal negativo pode ser ainda compreendido pela assertiva de Forti, Peixoto e Alves de que empresas que pagam mais dividendos apresentam taxa de crescimento inferior, justificando o pagamento elevado mediante redução das oportunidades de investimento.

Em relação às variáveis macroeconômicas, tem-se que, como esperado, nos modelos de prosperidade e de crise econômica em separado não houve significância estatística, visto que a flutuação destes é baixa dentro do próprio período. Em contrapartida, no modelo consolidado, ambas as variáveis macroeconômicas foram significativas, ao nível de 5% e 10%, respectivamente, negativamente relacionadas ao pagamento de dividendos. Neste sentido, destaque para o crescimento do PIB, que aponta que quando a economia está em declínio (menor PIB), as empresas tendem a distribuir maior parcela de seus lucros, possivelmente pela falta de oportunidades no mercado, corroborando assim tal achado macroeconômico ao fator crescimento corporativo anteriormente debatido.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A política de dividendos consiste na determinação entre a distribuição ou retenção dos lucros. Apesar de a temática ser discutida desde os meados da década de 1950, tal discussão é relativamente nova no Brasil, tendo ganhado destaque na literatura nacional a partir da década de 1990 em função da estabilização econômica no país. O pagamento de dividendos influencia, mesmo que de forma indireta, a capacidade de reinvestimento das organizações e, por conseguinte na sua estrutura de capital.

No que concerne à decisão de pagamento dos dividendos por parte dos gestores, a literatura revisitada por este estudo aponta que a legislação, estatutos da companhia, disponibilidade de caixa, novas oportunidades de investimentos e expectativa de lucros futuros são os fatores de maior influência. No entanto, crises econômicas não podem ser negligenciadas no âmbito das análises corporativas, uma vez que fenômeno implica no desempenho das organizações e, por conseguinte, sobre a distribuição de dividendos.

Em resposta a crises econômica, às organizações tem passado por um processo de desalavancagem financeira e redução do pagamento de dividendos (LIM, 2016). Tal narrativa demonstra que as crises econômicas tendem a causar mudanças nas práticas de gestão e incentivos, sendo estas obrigadas a buscar por alternativas de gestão que favoreçam a geração de resultados satisfatórios e, assim, novos rumos são pensados para que se possa manter e fazer crescer o volume de negócios gerados pela organização.

Sob tal perspectiva, o presente estudo teve por objetivo verificar os determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. Para alcançar tal objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. A população compreendeu o conjunto de empresas brasileiras de capital aberto ativas e listadas na BM&FBovespa no período de 2010 a 2016. Para compor a amostra, considerou-se apenas as empresas que dispunham das informações contábeis para compor as variáveis do estudo em todo o período, excluindo as empresas financeiras e aquelas consideradas *outliers*. Dessa forma a amostra foi composta por 64 empresas que geraram ao todo 448 observações.

A lacuna temporal de pesquisa foi dividida conforme cenário econômico, sendo mais especificamente de 2010 a 2013 como período de prosperidade econômica e de 2014 a 2016 como crise econômica. Para tal delineamento, utilizou-se de informações acerca do Produto Interno Bruto (PIB) de cada ano, em que 2010, 2011, 2012 e 2013 foram definidos como período de prosperidade econômica e 2014, 2015 e 2016 como período de crise, mediante flutuação – crescimento ou decréscimo – do PIB no referido período, sendo este critério adotado advindo de Ibrahim (2015).

Os dados utilizados para cálculo das variáveis foram obtidos por meio da base de dados Econômica<sup>®</sup> e de informações constantes no *website* do Banco Mundial (*World Bank*). Para análise dos dados foi elaborada a estatística descritiva das variáveis em estudo além do teste de médias (t de *Student*) a fim de verificar se existem diferenças significativas nos dados entre os dois períodos analisados. Por fim, foram operacionalizados os modelos Tobit a fim de verificar os determinantes do pagamento de dividendos em empresas brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica.

Os resultados, no que concerne ao teste de médias, evidenciam que as empresas sofrem perda de desempenho em períodos de crise econômica comparativamente ao período de prosperidade, todavia, não diminuem o pagamento de dividendos, distribuindo maior proporção destes em relação ao resultado do período para compensar o menor lucro obtido. Desta forma, tem-se que os pagamentos efetuados aos acionistas tendem a se manterem, mesmo em períodos recessivos, visando manterem estes satisfeitos no curto prazo, mesmo que tenham que sacrificar oportunidades futuras de investimentos existentes.

Quanto aos achados vinculados ao modelo Tobit, tem-se que rentabilidade e tamanho afetam positivamente o pagamento de dividendos corporativos em ambos os períodos analisados, ou seja, de prosperidade e de crise econômica. Já especificamente no período de crise, às variáveis liquidez e crescimento da empresa influenciam positivamente e negativamente, respectivamente, o pagamento de dividendos das empresas aos acionistas.

Estes últimos achados são ainda mais importantes, visto que apontam que a baixa oportunidade de investimentos, geralmente encontradas em cenários recessivos, onde as ameaças são mais evidentes e as oportunidades mais restritas, fazem com que as empresas paguem mais dividendos. Desta forma, tais resultados parecem razoáveis, visto que a falta de oportunidades de investimentos mediante ambiente de mercado instável faz com que as empresas prefiram destinar em maior proporção os recursos em excesso aos sócios do que reterem na organização para investimentos futuros não vislumbrados atualmente. Além disso, a relação positiva entre liquidez e pagamentos de dividendos enfatiza tal perspectiva, visto que o excesso de recursos de folga impulsiona a destinação aos acionistas.

Por fim, tem-se ainda no modelo consolidado que às variáveis macroeconômicas crescimento do PIB e inflação influenciam na forma como as empresas remuneram os acionistas por meio dos dividendos. Neste sentido, destaque a variável PIB, que apresenta relação negativa, confirmando o entendimento de que em períodos recessivos, atrelados à baixa oportunidade de investimentos, fazem com que as empresas distribuam proporcionalmente mais dividendos para manterem os acionistas interessados na organização.

Tais resultados, apesar de interessantes, necessitam evidências futuras que venham a dar continuidade no progresso do conhecimento acerca do tema. Desta forma, pesquisas futuras são necessárias, principalmente no contexto brasileiro e sob este prisma comparativo entre períodos de prosperidade e crise econômica. Logo, sugere-se que pesquisas futuras adicionem ao modelo outros potenciais fatores explicativos ao pagamento de dividendos pelas empresas brasileiras, tais como de propriedade e controle, maturidade, geração de fluxo de caixa, entre outros.

## REFERÊNCIAS

ABOR, J.; BOKPIN, G. A. Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. **Studies in Economics and Finance**, v. 27, n. 3, p. 180-194, 2010.

AFTHONIDIS, E. P.; TSOTRAS, G. D. Strategies for business excellence under an economic crisis. **TQM Journal**, v. 26, n. 6, p. 610, 2014.

AKBAR, S.; UR REHMAN, S.; ORMROD, P. The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 26, p. 59-70, 2013.

AL-MALKAWI, H-A N. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobin Model. **Journal of Economic & Administrative Sciences**, v. 23, n. 2, p. 44-70, 2007.

AMBROZINI, M. A.; PIMENTA JUNIOR, T. Preponderant factors in the definition of dividend policies in Brazil. **African Journal of Business Management**, v. 9, n. 13, p. 531-541, 2015.

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators – GDP Growth (annual %)**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=BR>. Acesso em: 06 abr. 2017.

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators – Inflation, Consume Prices (%)**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=BR>. Acesso em: 06 abr. 2017.

BASSE, T.; REDDEMANN, S. Inflation and the dividend policy of US firms. **Managerial Finance**, v. 37, n. 1, p. 34-46, 2011.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças empresariais**. Mcgraw-hill, 1988.

COUTO, V. D.; FABIANO, D.; RIBEIRO, K. C. de S. Gestão Financeira de curto prazo: uma análise do comportamento das empresas do Ibovespa em resposta à crise econômica. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 16, n. 3, p. 46-64, 2011.

COWLING, M.; LIU, W.; LEDGER, A.; ZHANG, N. What Really Happens to Small and Medium-Size Enterprises in a Global Economic Recession? UK Evidence on Sales and Job Dynamics. **International Small Business Journal**, v. 33, n. 5, p. 488-513, 2015.

CRUZ, B. de P. A.; ASSIS, D. R. C. Os reflexos da crise financeira nas práticas de responsabilidade social de empresas do setor de energia elétrica que compõem o índice de sustentabilidade empresarial da BM&F-BOVESPA. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 3, n. 2, p. 35-50, 2009.

DAMIJAN, J. P. **Corporate Financial Soundness and its Impact on Firm Performance: Implications for Corporate Debt Restructuring in Slovenia**. Working Paper, European Bank for Reconstruction and Development, 2014.

DOLENC, P.; GRUM, A.; LAPORSEK, S. The effect of financial/economic crisis on firm performance in Slovenia-A micro level, difference-in-differences approach. **Montenegrin Journal of Economics**, v. 8, n. 2, p. 207, 2012.

FABREGÀ, M. B.; ROCAFORT NICOLAU, A. Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: el caso de Barcelona. **Intangible Capital**, v. 12, n. 1, p. 95-120, 2016.

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

FAMA, E., F. The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. **The American Economic Review**, p. 304-318, 1974.

FILIPPETTI, A.; ARCHIBUGI, D. Innovation in Times of Crisis: National Systems of Innovation, Structure, and Demand. **Research Policy**, v. 40, n. 2, p. 179-192, 2011.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELLOS, A. C. de; DE LUCA, M. M. M. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2013.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FREITAS, M. C. P. de. The effect of the global crisis in Brazil: risk aversion and preference for liquidity in the credit market. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10ª edição; tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2004.

- GORDON, M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. **The review of economics and statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.
- GUGLER, K.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review**, v. 47, n. 4, p. 731-758, 2003.
- GUPTA, A.; BANGA, C. The determinants of corporate dividend policy. **Decision**, v. 37, n. 2, p. 63, 2010.
- HIGGINS, R. C. The corporate dividend-saving decision. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 7, n. 02, p. 1527-1541, 1972.
- HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro/dividends and clientele effect: evidence in the Brazilian market/dividendos y efecto clientela: evidencias en el mercado brasileño. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448, 2012.
- IBRAHIM, A. E. A. Economic growth and cost stickiness: evidence from Egypt. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 13, n. 1, p. 119-140, 2015.
- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1001-1014, 2008.
- KAMBIL, Ajit. What is your recession playbook?. **Journal of Business Strategy**, v. 29, n. 5, p. 50-52, 2008.
- KANIA, S. L; BACON, F. W. What factors motivate the corporate dividend decision? **Working Paper**, 2005.
- LATHAM, S.; BRAUN, M. Economic recessions, strategy, and performance: a synthesis. **Journal of Strategy and Management**, v. 4, n. 2, p. 96-115, 2011.
- LIM, K. The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. **International Journal of Finance & Banking Studies** (2147-4486), v. 5, n. 6, p. 9-14, 2016.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 52-66, 2006.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, p. 261-297, 1958.
- MONTALVAN, Samuel Mongrut et al. Corporate Governance and Dividend Policy in Peru: Is there any link?. **Revista Mexicana de Economía y Finanzas**, v. 12, n. 2, p. 103-116, 2017.
- NIKBAKHT, E.; GROPELLI, A. A. **Administração financeira**. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

OSMANI, R.; DEARI, F. Firm's Financial Performances and Economic Recession: evidence From Macedonia Listed Companies. **Economic Sciences**, v. 9, n. 1, 2016.

PRASETYANTOKO, A. **Financing Policies and Firm Vulnerability in Indonesia**. University Library of Munich, Germany, 2008.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. 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.

SAMPAIO, T. C. Q.; COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P. Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. **Enfoque**, v. 34, n. 1, p. 71-86, 2015.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

TAN, J.; PENG, M. W. Organizational Slack and Firm Performance During Economic Transitions: Two Studies from an Emerging Economy. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 13, p. 1249-1263, 2003.

ZEITUN, R.; SALEH, A. S. Dynamic Performance, Financial Leverage and Financial Crisis: Evidence from GCC Countries. **EuroMed Journal of Business**, v. 10, n. 2, p.147-162, 2015.