



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM ESTUDO BASEADO NO CICLO DE VIDA DAS ORGANIZAÇÕES

RICARDO DE SOUZA

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS (UNICAMP)

JOHAN HENDRIK POKER JUNIOR

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS (UNICAMP)

POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM ESTUDO BASEADO NO CICLO DE VIDA DAS ORGANIZAÇÕES

1. INTRODUÇÃO

A pesquisa relacionada à Política de Dividendos (PD) tem produzido contribuições significativas para empresas e investidores ao trazer respostas a questões não resolvidas. O tema ainda requer a atenção da academia, podendo trazer contribuições valiosas para empresas com diferentes características e em diferentes economias. Em específico, países em desenvolvimento e empresas em diferentes fases de seu ciclo de vida (CVO), representam oportunidades de pesquisa que ainda podem ser exploradas.

O Brasil, além de ser uma economia em desenvolvimento, possui algumas especificidades e legislações quando o assunto é PD. Teorias consolidadas em outros cenários e países são passíveis de adequações que podem ser construídas através de pesquisa quanto à sua aplicabilidade ao Brasil. Embora diversos autores tenham se dedicado a pesquisar este campo e propor adequações, o espaço para amadurecimento dos conceitos ainda prevalece. Como resultado, notamos uma aparente ausência de uniformidade na Política de Dividendos das empresas brasileiras (LEITE; BAMBINO; HEIN, 2019).

Este cenário abre espaço para outros estudos, que possam lançar luz sobre o entendimento das políticas de dividendos no cenário brasileiro, partindo do referencial teórico já existente. De acordo com Baker (2009), três aspectos precisam ser balanceados ao estudar o desenvolvimento da política de dividendos, são eles: forças possivelmente conflitantes; a riqueza dos acionistas; e, como as empresas conseguem reter lucros, visando a exploração de oportunidades de crescimentos. Segundo o autor, o último aspecto é o ponto que une a política de dividendo aos Ciclos de vida das Organizações (Baker, 2009).

Por ciclo de vida das organizações entendemos a teoria que relaciona as fases de uma organização com o ciclo de vida biológico, relacionando o início, crescimento e declínio das organizações com fases biológicas como infância, adolescência, maturidade, velhice e morte.

Esta relação pode ser resumida pela seguinte pergunta de pesquisa: **o CVO pode auxiliar no entendimento da Política de Dividendos no Brasil?**

A contribuição deste trabalho é explorar esta pergunta de pesquisa, analisando a forma como os estágios do ciclo de vida em que a empresa se encontra ajudam a expressar a relação entre os fatores determinantes para Política de Dividendos.

2. CONTEXTO INVESTIGADO

Nesse capítulo são abordados os temas fundamentais do artigo, iniciando pelo Ciclo de Vida das Organizações e finalizando com o referencial teórico sobre a Teoria dos dividendos.

2.1 CICLO DE VIDA DAS ORGANIZAÇÕES (CVO)

Entende-se por ciclo de vida a teoria que relaciona as fases da empresa às fases de um organismo vivo. A aplicabilidade de tal teoria para a gestão das empresas vai desde

estratégia, tomada de decisão, organização da empresa, planejamento a questões mais voltado as finanças, tais como custo de capital, estrutura financeira (MACEDO,1993; LESTER; PARNELL; CARRAHER, 2003; MILLER; FRIESEN, 1984; FREZATTI *et al*, 2010; CRUZ, 2005; HABIB; HASAN, 2019; HASAN *et al*, 2015).

O CVO teve seu desenvolvimento ao longo do tempo, passando de um período primitivo, que se deu o estabelecimento e formação da teoria, e, chegando ao período de validação, no qual, segundo Al-Taie e Cater-Steel (2020) os pesquisadores voltaram esforços para validar os estágios e abordagens do CVO.

Neste período surgiram alguns modelos que utilizam de ferramentas e métodos distintos para a classificação dos estágios, que neste trabalho dividiremos entre, CVO organizacional e CVO financeiro. Este ultimo será utilizado como tema da análise deste artigo.

Por CVO organizacional entendemos as pesquisas e modelos que desenvolveram os estágios com base na Estrutura Organizacional, liderança, nível de burocracia, gestão, cultura, empreendedorismo, sucesso, crises de crescimento e forças históricas. São aproximadamente 63 modelos (DE SOUZA; NECYK; FREZATTI, 2008), podendo citar alguns trabalhos como Adizes (1990), Kaufmann (1990) e Greiner (1972), Miller e Frieson (1984), Churchill e Lewis (1983) e Quinn e Cameron (1983).

Tais modelos foram frutos de pesquisas aplicadas ao cenário brasileiro, dentre esses podemos citar Macedo (1993), Cruz (2005), de Souza, Necyk e Frezatti (2008), Frezattiet *al* (2010) Klann *et al* (2012), Silva, Jesus e Oliveira Melo (2010), Cândido, Gauthier e Hermenegildo (1999).

Já o CVO sob ótica financeira, classifica e identifica os estágios do ciclo de vida por meio das informações financeiras (DICKINSON, 2011; ALVES; MARQUES, 2007), apresenta uma gama de modelos mais restritas do que o CVO organizacional, e tem aplicabilidade e desdobramentos no retorno anormal das ações no mercado acionário brasileiro (FALLER *et al*, 2016), desempenho e preço das ações (ANTHONY; RAMASH, 1992), lucratividade (DRAKE, 2015; JENKINS; KANE, 2004), dividendos (GRULLEN; MICHELY; SWAMINATHAN, 2002), administração financeira e decisões corporativas (GUP; AGRRAWAL, 1996; MEDEIROS, 2019; FAFF *et al*, 2016).

Na temática deste artigo foi estudado o CVO para auxiliar no entendimento da política de dividendos, e o modelo a ser utilizado é o desenvolvido por Dickinson (2011), ciente de que existem outros modelos (financeiros), como o de Anthony e Ramash (1992) e Gup e Agrawal (1996).

O modelo de Dickinson (2011) é o modelo de CVO financeiro mais utilizado, e, foi tema de pesquisa dos trabalhos de Faff *et al* (2016) e Drobetz; Halling; Schröder (2015), que fizeram considerações e/ou desdobramentos a partir do modelo.

Contudo, a escolha do modelo de Dickinson (2011) para este trabalho se deve a simplificação na utilização e por utilizar como proxy a Demonstração do Fluxo de Caixa, isto faz com que os indicadores financeiros (fatores determinantes da política de dividendos) não se tornem componentes diretos do modelo. No quadro 1 é apresentado o modelo de Dickinson (2011).

Quadro 1: Modelo CVO financeiro de Dickinson

	Fases							
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Turbulência	Turbulência	Declínio	Declínio
Fluxo de Caixa Operacional	-	+	+	-	+	+	-	-
Fluxo de Caixa de Investimento	-	-	-	-	+	+	+	+
Fluxo de Caixa de financiamento	+	+	-	-	+	-	+	-

Fonte: Dickinson (2011, p.1974)

O modelo de Dickinson (2011) apresenta algumas limitações, tais como: a utilização de uma demonstração financeira, o que apresenta resultados em um exercício fechado, ou seja, em um ano, e não ao longo do histórico; como é utilizado demonstrações financeiras, que não é obrigatória para todas as empresas brasileiras, o modelo permite a comparação em nível de confiabilidade apenas de empresas capital aberto, ou grandes empresas.

2.2 Política de dividendos

Nesta seção apresentaremos algumas das principais abordagens acadêmicas da Política de Dividendos, iniciando pelo o estudo de Miller e Modigliani (MM), pois diversos trabalhos posteriores a MM partiram das discussões, validações e aprimoramentos das premissas utilizadas pelos autores.

2.2.1 Pressuposto da irrelevância dos dividendos

As premissas utilizadas por Miller e Modigliani (1961) são: (i) mercado perfeito, o que implica dizer que o custo de transação e o acesso de informações é igual para todos agentes do mercado; (ii) racionalidade dos investidores; (iii) certeza quanto ao futuro, o que faz com que seja indiferente a fonte de investimento; (iv) princípios fundamentais de *valuation*, que é a taxa de desconto para cálculo do preço das ações a valor presente; e, (v) efeito da Política de Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961, p.412-413).

Utilizando tais premissas Miller e Modigliani (1961) apresentaram que o valor da empresa não depende da forma que os resultados são distribuídos e retidos, concluindo que a política de investimentos é independente da Política de Dividendos, pois o próprio investidor de acordo com as opções disponíveis no mercado conseguiria replicar qualquer fluxo.

2.2.2 Teoria da agência

Com aplicabilidade em diversas áreas de conhecimentos, como apontado por Eisenhardt (1989), a teoria da agência, posteriormente explorada Jensen e Meckling (1976), por tem enfoque na relação entre Principal e Agente. Tal teoria pressupõe que pode haver assimetria de informação, ou seja, uma das partes pode ter mais informações do que a outra.

Rozeff (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1986) focaram a discussão da teoria da agência para os dividendos, apontando que a *payout* era uma fonte de conflito entre acionistas e gestores, e isto devido a disponibilidade de recursos, pois um deseja uma distribuição maior de dividendos (acionista) e outro pode desejar uma distribuição menor, o que implicaria em maiores recursos a disposição dos gestores.

2.2.3 Teoria da sinalização e assimetria de informação

Outra teoria que parte do entendimento de que o mercado não teria toda a informação (ROSS, 1977) é a teoria da sinalização, de acordo com Filbeck (2009) esta teoria tem raiz nos estudos de Lintner (1956). A teoria consiste no entendimento e posicionamento do mercado, devido alguma mudança e/ou informação por parte da empresa. Por exemplo, a empresa altera a política de dividendos, e isto faz com que o preço das ações tenha determinado comportamento. Isto é o mesmo que dizer que, determinada alteração na política de dividendos sinalizou algo para o mercado.

Miller e Modigliani (1961, p.430) citam o conteúdo informacional, explicando que quando empresas possuem um histórico de pagamento e *payout* estáveis, e realizam alterações na Política de Dividendos, o mercado pode interpretar como uma mudança nas projeções e expectativas da administração da empresa, em relação aos resultados futuros. Os autores também apontam que isto seria uma ocasião para mudanças nos preços e não a causa.

Salsa (2009, p.70-71) contribui dizendo que este efeito se configura em um mercado que possui assimetria de informação, Ross (1977) estudou possíveis efeitos das diferenças de informações (assimetria) entre gestores e investidores, Kalay (1980) estendeu a aplicação dos estudos para anúncio dos dividendos, Kalay e Loewenstein (1986) demonstraram que não apenas a redução de dividendos, mas também o tempo (antecedência) em que isto é realizado, tem efeito na resposta do mercado, e Myers e Majluf (1984) demonstram que os sinais dados pelos gestores podem ser reais ou não, todavia não é um incentivo, pois tem seu custo. Na temática de custo do efeito de sinalização temos também os estudos de Bhattacharya (1979).

3. MÉTODOS

3.1 Variáveis dependentes e independentes

Para a definição das variáveis, fatores determinantes e métodos avaliamos os trabalhos sobre política de dividendos realizados no Brasil. Utilizando de três fontes, os levantamentos bibliográficos realizados sobre a temática de política de dividendos no Brasil, Martins e Famá (2012) com trabalhos publicados de 1990 a 2010 e Sousa, Penedo e Pereira (2018) com trabalhos de 2008 a 2017 para entendimento do mercado brasileiro, e levantamento bibliográfico realizado por nós com trabalhos de 2010 a 2021, para definição das variáveis.

Como variável dependente para a nossa pesquisa foi utilizada o *Payout*, com base no referencial teórico, trabalhos internacionais e nacionais e sua operacionalização, uma vez que, o objetivo da pesquisa visa estudar a Política de Dividendos entendemos ser esta a variável que melhor expressa este aspecto.

O *payout* utilizado é constituído pela divisão dos Dividendos pagos no período pelo Lucro líquido do exercício, tal variável é presente nos trabalhos de Quinteiro, Niyama (2019), Rodrigues (2018), Ferreira Junior *et al* (2010). Já as variáveis independentes utilizadas são apresentadas no quadro 2, com as respectivas operacionalizações e referências, fruto dos fatores determinantes identificados nos trabalhos pesquisados (2010 a 2021).

Quadro 2 - Operacionalização das variáveis independentes

Variável	Definição	Referência
Ciclo de Vida das Organizações	Conforme Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	Dickinson (2011)
Tempo de IPO	Ano da análise – Ano do IPO	Cálculo próprio
Endividamento	$\frac{Divida\ Total}{Ativo\ Total}$	Quinteiro, Niyama (2019), Vacin e Procianoy (2016), Viana Junior, Ponte (2016), Freitas Nascimento, Galdi e Nossa (2011)
Instabilidade da Receita	$\frac{DesvPad(últimos\ 4\ anos)}{Ativo\ Total\ médio\ (últimos\ 4\ anos)}$	Cálculo próprio com base em Vacin e Procianoy (2016)
Investimentos	$\frac{Ativo\ total_t - Ativo\ total_{t-1}}{Ativo\ total_{t-1}}$	Vacin e Procianoy (2016) e Rodrigues (2019)
Liquidez	$\frac{Ativo\ Circulante - Estoque}{Passivo\ Circulante}$	Leite, Bogoni e Hein (2019)
Market to Book	$\frac{Company\ Market\ Cap}{Patrimônio\ Líquido}$	Forti, Peixoto e Alves (2015), Ferreira Junior <i>et al</i> (2010) e Freitas Nascimento, Galdi e Nossa (2011)
Oportunidade de crescimento	$\frac{Valor\ de\ Mercado}{Ativo\ total}$	Viana Junior, Ponte (2016)
ROA	$\frac{EBIT}{Ativo\ total}$	Leite, Bogoni e Hein (2019)
ROE	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido}$	Vacin e Procianoy (2016), Leite, Bambino e Hein (2017), Leite, Bogoni e Hein (2019) e Viana Junior, Ponte (2016)
Tamanho	Ln Ativo Total	Alves, Guedes e Souza (2018), Vacin e Procianoy (2016), Forti, Peixoto e Alves (2015), Brugni <i>et al</i> (2012), Viana Junior, Ponte (2016), Leite, Bogoni e Hein (2019), Garcia, Arnaud, Gomes (2018), Rodrigues (2019), Ferreira Junior <i>et al</i> (2010), Brandão e Crisostomo (2015) e Leite, Bambino e Hein (2017)
Taxa de crescimento dos lucros operacional	$\frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{EBIT_{t-1}}$	Forti, Peixoto e Alves (2015)
Taxa de crescimento do lucro líquido	$\frac{Lucro\ Líquido_t - Lucro\ líquido_{t-1}}{Lucro\ Líquido_{t-1}}$	Forti, Peixoto e Alves (2015)

Fonte: Elaborado pelo autor

3.2 Amostra

A amostra utilizada foi composta por 258 empresas (não financeiras e de diversos tamanhos e setores), que resultou em 2.488 observações, com o recorte temporal de 2010 a 2020. Todos os dados foram extraídos da Refinitiv Financial Solutions, e analisados (para cálculo da variável) ou utilizado de forma original (quando constituía uma variável calculada).

A definição do recorte amostral compreendendo o período de 2010 a 2020, se deu em função da obrigatoriedade da Demonstração dos fluxos de caixa, implementada através da Lei 11.638/2007 (BRASIL, 2007) e a lei 11.941/2009 (BRASIL, 2009), permitiram uma harmonização com os padrões internacionais.

Foram identificados pontos discrepantes decorrentes de anomalias na operação das empresas, sendo inadequados para a análise de dividendos, dado que a proposta é estudar a política em condições de equilíbrio e não em pontos extremos da operação, resultando em um cenário que apresenta a realidade das empresas brasileiras cotadas na bolsa, e passíveis de análise dentro do objetivo proposto.

3.3 Metodologia

Neste estudo, utilizamos o modelo de Análise de Regressão Múltipla com dados em painel, por meio do software estatístico Stata (versão 14).

A escolha pelo método de Dados em Painel foi em função de: (i) análise da referência bibliográfica levantada neste trabalho; (ii) adequação do método ao problema de pesquisa que se buscou estudar, que consistiu na análise da contribuição do CVO para o entendimento da Política de Dividendos no Brasil; (iii) observar a forma como os fatores determinantes para Política de Dividendos interferem na Política de Dividendos de acordo com o estágio em que a empresa se encontra, que consiste no objetivo desta pesquisa; (iv) o entendimento de que esses pontos apresentados demandariam em aspectos como os citados por Baltagi *et al* (2008, p.6), tal como a “estimativa de relações intertemporais, ciclos de vida e modelos intergeracionais.

Outro fator determinante para a escolha foi a necessidade de elaborar inferências. Pois a análise de regressão múltipla com dados em painel possibilita observar as variáveis independentes (fatores determinantes para PD) e a variável dependente (*payout*) em vários períodos. E, de acordo com Fávero (2013, p.150) tal técnica permite que se elaborem inferências sobre as eventuais diferenças entre indivíduos e ao longo do tempo sobre a evolução daquilo que se pretende estudar (FÁVERO, 2013, p. 150).

Foi definido dados em painel com efeito fixo (pós teste de Hausman) e efeitos fixos com regressão robusta (pós análise de homoscedasticidade). Em nosso trabalho analisamos a significância estatística utilizando o p-valor.

Lê-se 1% de significância (*), 5% de significância (**) e 1% de significância (***). O que significa dizer que a probabilidade de existência da hipótese nula é de até 10%, 5% e 1%. Sendo até 1% de maior significância estatística.

4. RESULTADOS OBTIDOS

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos.

4.1. Análise da política de dividendos por estágio do CVO

Analisamos se a Política de Dividendos da empresa é influenciada pela fase do CVO em que esta se encontra, *ceteris paribus*, e verificamos que tal hipótese não pode ser rejeitada, uma vez que os estágios do CVO influenciam na política de dividendo das empresas.

Os resultados da regressão consolidada indicam que, para os dados utilizados, o ROA é uma das variáveis significativas na sua relação com a variável dependente *Payout*, tendo coeficiente positivo, este resultado indica uma propensão das empresas a aumentar o *Payout* em média em 0,58% para cada ponto de ROA, mantidas todas as outras variáveis. Também é observado a variável Investimento como significativa, com um coeficiente negativo, indicando que, um aumento da variável Investimento tende a corresponder a uma queda no *Payout* médio de 0,02% para cada unidade de investimento.

Os achados acima são consistentes com a teoria de *pecking order*, apontando para uma hierarquização das fontes de recursos para investimentos, iniciando pelo capital próprio, por isso à medida que aumenta a variável investimento diminui a variável *payout*.

Na sequência são apresentadas as análises de cada um dos estágios, e confrontado com as teorias existentes, analisando os respectivos comportamentos.

Quadro 3 - Regressão com Dados em Painel segregado por estágio do CVO - Payout

	(CVO 1)		(CVO 2)		(CVO 3)		(CVO 4)	
	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T
Idade	0	(.)	0	(.)	0	(.)	0	(.)
Endividamento	-0.0261	(-0.16)	0.0179	(0.09)	-0.0903	(-0.51)	2.889***	(5.11)
Liquidez	0.00167	(0.30)	0.0158	(0.73)	0.0132	(1.24)	-0.0164***	(-5.12)
Market To Book	0.000136	(1.39)	0.000341	(0.41)	-0.00163**	(-2.28)	-0.000600	(-1.43)
Oport. Crescimento	0.0343	(1.42)	0.0101	(0.40)	0.00747	(0.35)	0.0317	(0.15)
ROA	0.323	(1.04)	0.845***	(2.61)	0.532***	(2.52)	1.326**	(2.21)
ROE	0.000751	(1.54)	0.000337	(0.12)	0.00513	(0.86)	-0.00499	(-0.58)
Tamanho	0.0615**	(2.05)	0.00614	(0.15)	0.0850**	(2.31)	-0.461***	(-2.75)
Instabilidade Rec	0.261*	(1.62)	-0.169	(-0.84)	0.00887	(0.03)	-0.0174	(-0.04)
Investimento	-0.00603	(-1.24)	-0.0141	(-0.53)	-0.0883**	(-1.90)	0.400**	(2.28)
Cresc. Lucros	0.00580	(1.22)	0.00170	(0.69)	0.00100	(1.56)	0.0486**	(2.37)
Cresc LL	-0.000578	(-0.64)	-0.00108	(-1.52)	0.000190	(0.51)	-0.000162	(-0.18)
_cons	-1.127	(-1.86)	0.0566	(0.07)	-1.481	(-1.92)	8.544**	(2.87)
<i>N</i>	225		572		910		50	
<i>R</i> ²								
<i>within</i>	0.0540		0.0287		0.0359		0.6325	
<i>between</i>	0.0495		0.1431		0.1465		0.0010	
<i>overall</i>	0.0706		0.1106		0.0746		0.0074	
	(CVO 5)		(CVO 6)		(CVO 7)		(CVO 8)	
	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T	Coefficientes	Teste T
Idade	0	(.)	0	(.)	0	(.)	0	(.)
Endividamento	2.307	(1.13)	-0.780*	(-1.74)	0.476	(0.53)	0.372	(0.71)
Liquidez	0.129*	(1.90)	0.0106*	(1.80)	0.0714	(0.86)	0.00411	(0.19)
Market To Book	-0.00157*	(-1.90)	-0.000280	(-0.34)	-0.000431	(-0.26)	-0.00129	(-0.84)
Oport. Crescimento	-0.00717	(-0.04)	0.00844	(0.19)	0.445	(1.01)	0.301	(1.19)
ROA	2.399***	(4.83)	0.315	(0.51)	0.565	(0.65)	0.911	(0.90)
ROE	-0.0171	(-1.08)	-0.00462	(-0.30)	-0.0125	(-0.60)	-0.0256	(-0.92)
Tamanho	-0.792***	(-2.82)	0.0485	(0.54)	-0.0770	(-0.27)	0.0824	(0.83)
Instabilidade Rec	-0.462***	(-2.95)	-0.0475	(-0.14)	0.0559	(0.08)	0.338	(0.79)
Investimento	0.752*	(1.97)	-0.167*	(-1.90)	0.0958	(0.43)	-0.138	(-1.09)
Cresc. Lucros	0.0684***	(3.21)	-0.000614**	(-1.95)	0.0114	(0.58)	0.0199	(1.02)
Cresc LL	-0.000387	(-0.28)	-0.000275	(-0.28)	0.000499	(0.50)	0.0000272	(0.02)
_cons	14.69*	(2.67)	-0.636	(-0.37)	1.262	(0.24)	-1.632	(-0.83)
<i>N</i>	34		146		59		68	
<i>R</i> ²								
<i>within</i>	0.7080		0.1001		0.2072		0.1879	
<i>between</i>	0.0175		0.0415		0.3729		0.0550	
<i>overall</i>	0.0097		0.1448		0.2835		0.1294	

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Fonte: Elaboração própria utilizando o software Stata

CVO 1 - nascimento

Os resultados da regressão no estágio do nascimento indicam que, para os dados utilizados, o Tamanho e Instabilidade da Receita são variáveis significativas na sua relação com a variável dependente *Payout*, tendo coeficiente positivo, indicando uma propensão das empresas a aumentar o *Payout* em média em 0,06% e 0,26% para cada ponto de Tamanho e Instabilidade da Receita, respectivamente, se mantidas todas as outras variáveis.

Por mais que o estágio 1 a classificação no nascimento se refere a uma condição do fluxo de caixa, e não necessariamente a criação da empresa ou abertura de capital na bolsa de valores. Dito isto, empresas no estágio 1 não geram resultados suficientes de modo a sustentar a operação da empresa (fluxo de caixa operacional negativo).

Apresentam também fluxo de geração de caixa de investimentos negativos, pois neste estágio a empresa tem por característica realizar investimento, demandando recursos que resultam em um saldo negativo do fluxo de investimento. Soma-se a isto um fluxo de geração de caixa de financiamento positivo, ou seja, a empresa recorre as fontes de recursos para financiar o caixa.

O Tamanho também pode indicar uma proxy de acesso ao crédito, como apontado nos trabalhos de Fama e Franch (2002), sendo quanto maior a empresa, mais acesso poderia ter ao crédito, o que no estágio do nascimento é fundamental, uma vez que o único fluxo de geração de caixa positivo é o de financiamento.

Outra variável significativa foi a Instabilidade da Receita, lembrando que a instabilidade da receita pode ser caracterizada pelo crescimento da receita em relação a um histórico, demonstrando uma performance positiva da empresa, ou decréscimo.

As variáveis significativas obtidas são consistentes com os seguintes trabalhos que analisaram fatores determinantes da Política de Dividendos, a variável Tamanho com os trabalhos de Alves, Guedes e Souza (2018); Ferreira Jr *et al* (2010); Garcia, Arnaud, Gomes (2018); Iquiapaza *et al* (2006); Mota e Eid Junior (2007); Rodrigues *et al* (2019); Silva (2004); Souza, Peixoto e Santos (2016). Já a variável Instabilidade da receita consistente com os achados de Ferreira Jr *et al* (2010).

CVO 2 - crescimento

Neste estágio, de acordo com modelo Dickinson (2011), o fluxo de caixa operacional é positivo, atestando que a empresa começa a gerar fluxos positivos com sua operação, como foi destacado acima. O fluxo de caixa gerado com os investimentos é negativo, devido ao investimento necessário para crescimento, e fluxo de financiamento positivo, que pode ser caracterizada pelo acesso a fontes de recursos para impulsiona o crescimento.

Os resultados da regressão indicam que, no estágio de crescimento, para os dados utilizados, o ROA é a única variável significativa na sua relação com a variável dependente *Payout*, tendo coeficiente positivo, este resultado indica uma propensão das empresas a aumentar o *Payout* em média em 0,84% para cada ponto de ROA, mantidas todas as outras variáveis.

De acordo com a literatura internacional nesta fase deveria iniciar o pagamento dos dividendos, como afirmado por Gup e Agrawal (1996), pois a empresa já não utiliza todo o lucro para financiar seu crescimento, todavia no cenário brasileiro, por existir

particularidades na legislação e cultura de um pagamento mínimo de dividendos, tal comportamento não é observado.

O ROA como variável significativa quando avaliado fatores determinantes para a Política de Dividendos está em linha com os trabalhos de Rodrigues *et al* (2019); Forti, Peixoto e Alves (2015); Souza, Peixoto e Santos (2016); Alves, Guedes e Souza (2018); Kaveski *et al* (2017); Leite, Bogoni e Hein (2019).

CVO 3 - maturidade

Neste estágio, de acordo com enquadramento do CVO, a empresa apresenta fluxo de caixa positivo gerado com as operações, e fluxo de caixa gerado com os investimentos e financiamentos negativo (DICKINSON, 2011).

Com isto, entendemos que a empresa com suas operações gera resultados suficientes para as questões operacionais, ao mesmo tempo o investimento realizado é maior que o desinvestimento, e um fluxo de financiamento negativo, influenciado pelo pagamento das dívidas ou pela distribuição de lucros.

Os resultados da regressão no estágio de maturidade indicam que, para os dados utilizados, Market to Book, ROA, Tamanho e Investimento são variáveis significativas na sua relação com a variável dependente *Payout*.

A variável Market to Book apresenta coeficiente negativo o que indica que, conforme diminui o Market to Book as empresas tendem a aumentar o nível de *payout*, se mantidas as outras variáveis. Tal comportamento também foi identificado no trabalho de Ferreira Jr *et al* (2010).

Esse ponto é duplamente importante, para a Política de Dividendos demonstrando que o valor de mercado é um fator relevante para estratégia de dividendos, aliado a isto Dickinson (2011) afirma em seu trabalho que os investidores não consideram todos os fatores para avaliação de uma empresa na maturidade, e que ela é muitas vezes subvalorizada.

A diminuição da variável Market to Book pode ocorrer de duas formas, uma diminuição no Valor de mercado se mantido o Patrimônio Líquido (PL), ou um aumento no PL se mantido o valor de mercado.

Considerando que em uma rotina operacional o PL pode ser modificado pelas reservar ou retenção de um percentual do lucro líquido auferido, podemos inferir que a empresa apresenta resultados de lucro líquidos positivos tende a aumentar o *payout*.

Como também, podemos observar que uma diminuição no valor de mercado da empresa se mantido o PL, tende a resultar em uma baixa na taxa de *payout*, sendo que, a diminuição do valor de mercado pode vir de uma diminuição na avaliação da rentabilidade futura da empresa feita pelo mercado se comparada ao cenário anterior, ou de algum ruído ou especulação.

Se a diminuição do Market to Book vem de uma avaliação negativa do mercado como resultado de um cenário futuro de um crescimento menor ou de uma geração de caixa futura menor, o aumento de *payout* está em linha com a teoria da sinalização, pois a empresa ao reconhecer tal cenário distribuiria dividendos.

A afirmação acima está em linha com a variável Investimento que apresenta significância estatística e coeficiente negativo, o que implica em um resultado conforme

a teoria da Sinalização, apontando que a empresa não está investindo os recursos em investimentos que não são viáveis, e para mostrar isto distribui os dividendos (DICKINSON, 2011).

Ao mesmo tempo que tal resultado, demonstra que como o fluxo demandado para o investimento será menor, resulta em uma busca por fontes de recursos menores, e então os dividendos serão maiores, processo que de acordo com Dickinson é explicado pela teoria de pecking order.

O sinal do coeficiente do investimento relacionado a Política de Dividendos também foi observado nos trabalhos de Futema, Basso e Kayo (2009); Rodrigues *et al* (2019); Vacin e Procianoy (2016).

Os resultados também indicam o tamanho como variável significativa com coeficiente positivo, demonstrando que quanto maior a empresa ou mais ela cresce (neste estágio) o nível de *payout* tende a ser maior. Podendo ser um aspecto preponderante para manutenção do nível de dividendos, ou mesmo, uma alteração suavizada, caso ocorra.

Tal significância e comportamento positivo também foi verificado nos trabalhos de Alves, Guedes e Souza (2018); Ferreira Jr *et al* (2010); Garcia, Arnaud, Gomes (2018); Iquiapaza *et al* (2006); Mota e Eid Junior (2007); Rodrigues *et al* (2019); Silva (2004); Souza, Peixoto e Santos (2016).

Os resultados demonstram o ROA como variável significativa com coeficiente positivo, sendo que cada unidade de variação positiva no ROA tende a resultar em um aumento de 0,53% no *payout* médio.

Este achado é consistente com a hipótese da maturidade, pois segundo Faller *et al* (2016) neste estágio o Fluxo de Caixa supera a necessidade de investimento, para Dickinson (2011) a rentabilidade é maximizada, neste estágio, e Gup e Agrawal (1996) afirma que nesta fase a que a empresa é rentável e se torna geradora de caixa e parte é pago em forma de aumento de dividendos.

O comportamento positivo e significativo da variável ROA também foi identificado nos trabalhos de Rodrigues *et al* (2019); Forti, Peixoto e Alves (2015); Souza, Peixoto e Santos (2016); Alves, Guedes e Souza (2018); Kaveski *et al* (2017); Leite, Bogoni e Hein (2019) que tratavam sobre Política de Dividendos.

CVO 6 - Turbulência

Neste estágio as empresas apresentam fluxo de caixa gerado com as operações positivo, fluxo de investimento positivo e fluxo de financiamento negativo, ou seja, a empresa gera resultado suficiente para suas operações, adicionalmente está gerando caixa desinvestindo, e tem um fluxo negativo de financiamento que vem da soma do pagamento de dividendo e dívidas maior do que a captação de recursos.

Os resultados da regressão indicam que, no estágio 6 - turbulência, para os dados utilizados, o crescimento de lucro operacional é uma significativa na sua relação com a variável dependente *Payout*, tendo coeficiente negativo, sendo variável composta pela variação do lucro operacional, uma possível explicação para tal comportamento, se encontra na previsibilidade dos lucros para pagamento dos dividendos, pois um aumento dessa variável significa uma variação maior, o que neste estágio, pode ser um fator determinante para o impacto no nível de *payout* a ser pago.

Este achado não encontra similaridade com nenhum trabalho brasileiro sobre fatores determinantes na Política de Dividendos.

Este resultado aliado a variável Endividamento com significância estatística, todavia com coeficiente negativo, demonstra que um aumento no endividamento pode comprometer o nível de pagamento de dividendos, que entre os estágios de CVO apresenta o segundo maior *payout* médio.

Tal comportamento da variável Endividamento com relação a Política de Dividendos é similar ao encontrado em Iquiapaza *et al* (2005); Leite, Bogoni e Hein (2019); Mota e Eid Junior (2007); Vancin e Procianoy (2016); Rodrigues *et al* (2019).

Esse aspecto somado a variável Liquidez apresentar significância estatística e coeficiente positivo, demonstra que tal nível de *payout* é mantido se a empresa demonstrar capacidade de liquidez, caso venha a demonstrar incapacidade de honrar com os compromissos de curto prazo o nível de *payout* será afetado.

Tal comportamento da variável Liquidez com relação a Política de Dividendos é similar ao encontrado em Forti, Peixoto e Alves (2015); Kaveski *et al* (2017); Rodrigues *et al* (2019).

O que indica dizer nos dois exemplos supracitados que a empresa pode diminuir o nível *payout*, e não necessariamente deixar de pagar dividendos, mesmo classificada em estágio de turbulência.

Os resultados da regressão também indicam, a variável Investimento para os dados utilizados, como uma variável significativa na sua relação com a variável dependente *Payout*, tendo coeficiente negativo, o que demonstra que a diminuição no Investimento é determinante para o pagamento de dividendos.

Tal comportamento da variável Investimento com relação a Política de Dividendos é similar ao encontrado em Futema, Basso e Kayo (2009); Rodrigues *et al* (2019); Vancin e Procianoy (2016).

Os achados neste estágio apontam em todas as variáveis significantes para a influência que o caixa tem neste estágio do CVO, quando considerado o nível do *payout*, pois todas as variáveis implicavam em alteração no nível de caixa ou possível previsibilidade.

CVO 8 - Declínio

O que difere nos estágios de declínio é que no estágio 7 ele apresenta fluxo de financiamento positivo, e no estágio 8 apresenta fluxo de financiamento negativo, nos demais ambos possuem fluxo de caixa operacional negativo e fluxo de caixa de investimento positivo.

O resultado não apresenta variáveis com significância estatística.

E a diferença entre os sinais de coeficientes apresentados é que no estágio 7 apresenta Market to Book, ROE e Tamanho com sinais negativos, e o estágio 8 apresenta Market to Book, ROE e Investimento com sinais negativos.

Partindo da premissa que as empresas brasileiras tem a especificidade de pagar dividendos (que demonstra a existência de *payout* médio independente do resultado da empresa), é necessário identificar o estágio em que a empresa se encontra para traçar determinadas estratégias.

Ressaltamos que uma empresa não necessariamente caminha rumo a morte, logo, podendo assinar instrumentos legais como a recuperação judicial, neste caso não há um estágio do CVO específico para tal cenário.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre o Ciclo de Vida das Organizações e a Política de Dividendos nas empresas brasileiras, para tanto testou a influência do CVO na política de dividendo no contexto brasileiro, nos anos de 2010 a 2020. Os resultados obtidos lançam luz sobre o entendimento e impasse dos trabalhos já realizados no cenário brasileiro.

Com base nos achados não rejeitamos a hipótese de influência do CVO sobre a política de dividendo, uma vez que ela é existente, e neste trabalho foi passível de análise nos estágios de nascimento, crescimento, maturidade e turbulência (estágio 6), os demais estágios apresentaram números de observação insuficientes e/ou não apresentaram variáveis significativas.

Com os resultados supracitados, podemos responder a seguinte pergunta de pesquisa que norteou este trabalho: o CVO pode auxiliar no entendimento da Política de Dividendos no Brasil?

A resposta é sim, para tanto sumarizo os benefícios do CVO para entendimento da Política de Dividendos no Brasil. Uma parte das diferenças entre os resultados das pesquisas de Leite, Bambino e Hein (2019), Martins e Famá (2012) e Sousa, Penedo e Pereira (2018) no estudo dos determinantes da Política de Dividendos nas empresas brasileiras podem ser explicadas pelo CVO.

Observamos que empresas em estágios diferentes tem fatores determinantes da Política de Dividendos diferentes, como também apresentam significâncias distintas. Este fato lança luz no entendimento da aplicação das teorias de dividendos, demonstrando que mais de uma teoria pode contribuir dependendo do estágio de CVO em que a empresa se encontra.

Finalizamos os benefícios destacando a possibilidade de uma análise da literatura da política de dividendos no Brasil de um modo diferente. O arcabouço teórico que buscava enquadrar o cenário brasileiro (ou de outros países) dentro de uma das teorias, e que apresentava resultados conflitantes trabalhos após trabalhos, pode ser substituído pelo arazoado de que determinada teoria se aplica a empresa em determinado estágio. E que uma mesma empresa ao transacionar de estágio pode apresentar característica distintas em sua Política de Dividendos, enquadrando-se em outra teoria.

Como limitações principais deste trabalho podemos destacar o tamanho amostral que é limitado pela quantidade de empresas de capital aberto presentes na bolsa de valores do Brasil (o que conseqüentemente não possibilita uma análise segregada por setor), como também a representatividade das empresas presentes na bolsa, que não refletem uma amostra da população das empresas brasileiras.

Adicionalmente é necessário um aprofundamento no comportamento dos estágios classificados como turbulência, uma vez que apresentam características distintas entre si, tal tema pode ser considerado em trabalhos futuros sobre CVO.

Em suma, entende-se que esta pesquisa apresenta resultados inéditos que subsidiam a literatura da Política de Dividendos, como também do Ciclo de Vida das Organizações. Concluímos que, no contexto brasileiro dos anos de 2010 a 2020 o CVO é um auxiliar para a interpretação da Política de Dividendos.

6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ADIZES, I. **Os ciclos de vida das organizações: como e porque as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito**. Pioneira, 1990.

AL-TAIE, M.; CATER-STEEL, A. The Organisational Life Cycle Scale: An Empirical Validation. **The Journal of Entrepreneurship**, v. 29, n. 2, p. 293-325, 2020.

ALVES, F.I.A.B.; GUEDES, Y.R.; SOUZA, J.L.. Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 8, n. 1, p. 4-23, 2018.

ANTHONY, J.H.; RAMESH, K. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. **Journal of Accounting and economics**, v. 15, n. 2-3, p. 203-227, 1992.

BAKER, H. K. Dividends and dividend policy: an overview. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividend policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. Cap. 1, p. 3-19.

BALTAGI, B.H. *et al.* **Econometric analysis of panel data**. Chichester: John Wiley & sons. 2008.

BENRUD, E. The Historical Evolution of Dividends. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividend policy**. Hoboken: J. Wiley, 2009. Cap. 1, p. 21-34.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: janeiro 2022

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/111941.htm>. Acesso em: janeiro 2022

BRUGNI, T.V. *et al.* Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, n. June 2014, p. 82-99, 2012.

CÂNDIDO, A.P.; GAUTHIER, F.A.O.; HERMENEGILDO, J.L.S. Proposta de um modelo de diagnóstico institucional baseado em teoria sobre o ciclo de vida das organizações. In: **Anais do V Congresso Internacional de Engenharia Industrial & XIX Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. 1999.

CHURCHILL, N.C.; LEWIS, V.L. The five stages of small business growth. **Harvard business review**, v. 61, n. 3, p. 30-50, 1983.

CRUZ, C.F. **Os motivos que dificultam a ação empreendedora conforme o ciclo de vida das organizações: um estudo de caso: Pramp's lanchonete**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, p.125. 2005.

DE SOUZA, B.C.; NECYK, G.A.; FREZATTI, F. Ciclo de vida das organizações e a contabilidade gerencial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 27, n. 1, p. 09-22, 2008.

- DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.
- DROBETZ, W.; HALLING, M.; SCHRÖDER, H. Corporate life-cycle dynamics of cash holdings. **Swedish House of Finance Research Paper**, n. 15-07, 2015.
- EASTERBROOK, F.H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American economic review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.
- EISENHARDT, K. M. **Agency theory: An assessment and review**. *Academy of management review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- FAFF, R.*et al.* Do corporate policies follow a life-cycle?. **Journal of Banking & Finance**, v. 69, p. 95-107, 2016.
- FALLER, R.L.*et al.* Ciclo de vida das empresas e o retorno anormal das ações: um estudo empírico no mercado acionário brasileiro. In: **Anais do Congresso ANPCONT**, Ribeirão Preto, SP, Brasil. 2016.
- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1–33, 2002.
- FÁVERO, L.P.L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FILBECK, G. Asymmetric Information and Signaling Theory. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividend policy**. Hoboken: J. Wiley, Cap. 10, p. 163-177, 2009.
- FORTI, C.A.B.; PEIXOTO, F.M.; ALVES, D.L.. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167–180, 2015.
- FREITAS NASCIMENTO, S.; GALDI, F.C.; NOSSA, S.N. Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 12, n. 5, p. 98-121, 2011.
- FREZATTI, F.*et al.* Perfil de planejamento e ciclo de vida organizacional nas empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 45, n. 4, p. 383-399, 2010.
- FUTEMA, M.S.; BASSO, L.F.C.; KAYO, E.K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44–62, 2009.
- GREINER, L.E. Evolution and revolution as organizations grow. **Harvard Business Review**, p.37-46, jul/aug. 1972.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, p. 99-105, 1959.
- GUP, B.E.; AGRRAWAL, P. The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. **Financial Practice and Education**, fall/winter, 1996.
- HABIB, A.; HASAN, M.M. Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. **International Review of Financial Analysis**, v. 61, p. 188-201, 2019.
- HASAN, M.M.*et al.* Corporate life cycle and cost of equity capital. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 1, p. 46-60, 2015.

IQUIAPAZA, R.A.; AMARAL, H.F.; BRESSAN, A.A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. **Organizações & Sociedade**, v. 16, n. 49, p. 351-370, 2009.

KALAY, A. Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends. **Journal of financial and Quantitative Analysis**, v. 15, n. 4, p. 855-869, 1980.

KALAY, Avner; LOEWENSTEIN, Uri. The informational content of the timing of dividend announcements. **Journal of Financial Economics**, v. 16, n. 3, p. 373-388, 1986.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

FERREIRA JÚNIOR, W.O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, v. 13, n. 2, 2010.

KAUFMANN, L. **Passaporte para o ano 2000**. São Paulo: Makron-Books, 1990.

KAVESKI, I.D.S. *et al.* Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas listadas em bolsa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 11, n. 2, p. 123-139, 2017.

LEITE, M. *et al.* Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. **Desafio Online**, v. 8, n. 1, 2020.

LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras e Chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 205–221, 2017.

LEITE, M.; BOGONI, N.M.; HEIN, N. Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL**-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036, v. 11, n. 1, p. 58-76, 2019.

LESTER, D.L.; PARNELL, John A.; CARRAHER, Shawn. Organizational life cycle: A five-stage empirical scale. **The international journal of organizational analysis**, 2003.

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.

MACEDO, J.F. **Uma metodologia para verificação do ciclo de vida das organizações com estudo de caso**. 1993. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Santa Catarina, Brasil.

MARTINS, A.L.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre Política de Dividendos?. **Rae-Revista De Administracao De Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MEDEIROS, M.N. **Estágios do ciclo de vida e decisões corporativas**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal da Paraíba, Paraíba, Brasil. 2019.

MILLER, D.; FRIESEN, P.H. A longitudinal study of the corporate life cycle. **Management science**, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, 1984.

- MILLER, M.H.; MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American**, v. 1, p. 3, 1958.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- QUINN, R.E.; CAMERON, K. Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. **Management Science**, v. 29, n. 1, p. 33-51, 1983.
- QUINTEIRO, L.G.L.; NIYAMA, J.K. Efeitos da Adoção das IFRS Sobre A Distribuição de Dividendos de Companhias Abertas Brasileiras do Setor Elétrico. **Revista FSA**, v. 16, n. 6, p. 101-120, 2019.
- RODRIGUES, D.R. *et al.* Determinantes da distribuição de dividendos no brasil: uma análise entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 30, n. 2, p. 84-112, 2019.
- ROSS, S.A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The bell journal of economics**, p. 23-40, 1977.
- ROZEFF, M.S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend *payout* ratios. **Journal of financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.
- SALSA, L.A **Política de Dividendos e o ciclo de vida das empresas**. 2008. 325 f. Tese (Gestão, especialidade de Finanças e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Universidade de Algarve. Portugal. 2009.
- SILVA, W.A.C.; JESUS, D.K.A.; OLIVEIRA MELO, A.A. Ciclo de vida das organizações: sinais de longevidade e mortalidade de micro e pequenas indústrias na região de Contagem-MG. **REGE Revista de Gestão**, v. 17, n. 3, p. 245-263, 2010.
- SOUSA, V.H.T.F.; PENEDO, A.S.T.; PEREIRA, V.S. Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. **Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)**, v. 16, n. 3, p. 81-94, 2018.
- SOUZA, D.H.O.; PEIXOTO, F.M.; SANTOS, M.A. Efeitos da Governança Corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 1, n. 1, 2016.
- TIGRE, P.B. Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 4, n. 1, p. 187-223, 2005.
- VANCIN, D.F.; PROCIANOY, J.L. Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. **Brazilian Review of Finance**, v. 14, n. 1, p. 89, 2016.
- VIANA JUNIOR, D.; PONTE, V. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 25-44, 2016