

Uma análise dos Estudos sobre Política de Dividendos nos Periódicos Brasileiros no Período de 2007 a 2012

Studies on Dividend Policy in Brazilian Journals from 2007 to 2012

Clóvis Antônio Kronbauer^{a*}; João Cleber de Souza Lopes^a; Marco Aurélio Gomes Barbosa^{ab}; Maicon Bazzan Scherz^a

^aUniversidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, Brasil

^bUniversidade Federal do Rio Grande, RS, Brasil

*E-mail: clovisk@unisinos.br

Resumo

O presente estudo teve por objetivo realizar uma revisão de literatura sobre políticas de dividendos no Brasil. O estudo teve foco nos trabalhos publicados no período de 2007 até 2012, em revistas nacionais disponíveis *online*. Foram analisados 17 artigos sobre o tema dividendos nos principais periódicos científicos brasileiros que estavam com as edições atualizadas até a coleta dos dados e com classificação acima de B2 no Qualis/CAPES. Os estudos foram agrupados de acordo com o objetivo, tendo sido identificados nove grupos predominantes, no quais foram revelados os determinantes para uma política de dividendos elevada e mínima. Após a análise dos dados, conclui-se que há relevância na política de dividendos no Brasil, bem como a confirmação de existência de conflitos de agência e resultados contraditórios quanto à hipótese da clientela, além da verificação da influência dos tributos na definição de políticas de dividendos.

Palavras-chave: Revisão de Literatura. Finanças Corporativas. Dividendos.

Abstract

The present study aimed to carry out a literature review on dividend policies in Brazil. The study was focused on studies published from 2007 to 2012 in national journals available online. Seventeen articles were analyzed on the issue dividends in major Brazilians scientific journals with updated editions until the collect data, and ranked above B2 score in Qualis / CAPES. Studies were grouped according to the purpose, and 9 predominant groups were identified, which revealed the determinants for a high and low dividend policy. After analyzing the data, it is concluded that there is relevance in dividend policy in Brazil, as well as confirmation of the existence of agency conflicts and contradictory results regarding the hypothesis of clientele, besides verifying the influence of taxes on policy of dividend.

Keywords: Literature review. Corporate Finance. Dividends.

1 Introdução

A política de dividendos é um tema em Finanças Corporativas que vem sendo objeto de estudo há várias décadas. Diversas teorias e estudos empíricos sobre os possíveis efeitos da política de dividendos no valor da empresa e retorno das ações foram elaboradas. Dentre as teorias, destacam-se as correntes de pensamento clássicas: a teoria da irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961) e a teoria do pássaro na mão de Gordon (1963) e Lintner (1962).

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2011), a decisão de pagamentos de dividendos é importante porque determina o volume de remuneração recebido pelos acionistas e o volume de fundos retidos na empresa para fins de reinvestimento. A política de dividendos normalmente é representada pelo quociente entre dividendos e lucro. Isto é o que se chama de índice de distribuição. Infelizmente, o índice ótimo não pode ser determinado quantitativamente. Pode-se apenas indicar qualitativamente os fatores que conduzem a políticas de dividendos mínimas ou elevadas.

A Lei nº 9.249/95 (BRASIL, 1995) promoveu uma severa modificação na legislação tributária brasileira, eliminando a taxa de distribuição dos dividendos distribuídos a partir de 1996,

permitindo que parte dos dividendos, na forma de juros sobre o capital próprio, fosse considerada como despesas financeiras, reduzindo, portanto, a base do cálculo do imposto de renda incidente sobre o lucro das empresas. Por outro lado, a legislação manteve inalterada a tributação sobre os ganhos de capital.

Com o passar dos anos, cada vez mais fica comprovado por estudos empíricos, a importância dos resultados das empresas para os investidores e, apesar de controverso, muitos defendem que afeta o valor da firma, principalmente dos preços das ações em bolsas de valores (DIEHL *et al*, 2010).

Neste contexto, o objetivo deste artigo foi identificar a literatura sobre política de dividendos no Brasil, publicados em periódicos nacionais no período de 2007 a 2012, sintetizando os resultados, analisando os estudos empíricos até então realizados, relatando os motivos favoráveis a uma política de dividendos elevada, e os motivos que levam a distribuição de dividendo mínima.

2 Desenvolvimento

2.1 Tipos distintos de dividendos

O termo dividendo geralmente se refere a uma distribuição de lucros em dinheiro. Às vezes, as empresas

podem pagar um dividendo regular e um dividendo extraordinário (DAMODARAN, 2004). Os dividendos são, na maioria, pagos em dinheiro e, conforme Procianoy (2006), é a forma mais comum, conhecida e clara de distribuir lucros, mas não a única. Além do dividendo em dinheiro, as empresas podem dar bonificações ou desdobrar suas ações. Estes tipos de dividendos são pagos com ações e não se tratam de um dividendo real, pois não há saída de caixa da empresa. No entanto, bonificações e desdobramentos são muito semelhantes. Outra manobra financeira encontrada com menos frequência é o agrupamento. Bonificações, desdobramentos e agrupamentos nada mudam de substancial nas empresas. Para Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2010), um dividendo em ação não torna o acionista mais rico, a decisão simplesmente torna o investidor possuidor de uma quantidade maior de papéis.

No Brasil, a partir de 1996, um novo mecanismo de pagamento de dividendos foi criado, sob a forma de juros de capital próprio (JCP), classificado contabilmente como despesas dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, um benefício fiscal à empresa pagadora. Podem ser deduzidos da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro da companhia pagadora, porém sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% pelo acionista, e tributável como receita financeira para investidor pessoa jurídica. Enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se à definição entre dividendo e ganho de capital, no Brasil devem-se incluir na avaliação os JCP, o que torna a análise mais complexa (BRUNI *et al.* 2003). Segundo Decourt e Procianoy (2009), o juro sobre capital próprio é utilizado pela imensa maioria das empresas, devido ao benefício fiscal que ele proporciona.

Ao invés de pagar dividendos em dinheiro, uma empresa pode livrar-se de excedente de caixa, readquirindo ações de sua própria emissão. De acordo com Procianoy (2006), através das recompras das ações, as empresas estão distribuindo uma parte do excedente de caixa e de seu lucro. Isso não é considerado, para efeito da legislação brasileira, dentro da obrigação mínima de pagamento de dividendos, mas é uma possibilidade que a empresa tem de distribuir seus resultados. No Brasil, não há vantagem tributária para as recompras de ações, uma vez que os dividendos são isentos de impostos, e o ganho de capitais é tributado a uma alíquota de 15%.

Os dividendos pagos aos acionistas representam um retorno sobre o capital fornecido direta ou indiretamente à sociedade pelos acionistas. O pagamento de dividendos fica a critério da Assembleia Geral Ordinária. Ao menos que um dividendo seja declarado pelo conselho de administração de uma sociedade por ações, ele não é uma obrigação da empresa. Uma sociedade por ações não poderá ser considerada inadimplente por não pagar um dividendo que não tenha sido declarado (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011).

2.2 Dividendos obrigatórios

A legislação atual brasileira sobre a distribuição de dividendos consta na Lei nº 6.404, de 1976 - Lei das Sociedades por Ações (BRASIL, 1976) e na Lei nº 10.303 de 2001 (BRASIL 2001), que altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6.404 e regulamentos específicos da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A legislação estabelece um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro líquido ajustado. Obrigatoriedade na distribuição de dividendos é mecanismo de proteção ao acionista que não detém o poder de controle da sociedade. O estatuto deve dispor a respeito do dividendo obrigatório, que poderá ser calculado em percentual sobre o valor do lucro ou do capital social, ou utilização de outros critérios. Deve constar, no estatuto, a parcela do lucro que será destinada para a distribuição entre os acionistas, caso não conste no estatuto, a própria lei determina a obrigatoriedade da distribuição do dividendo, que será correspondente a 50% do lucro líquido do exercício, diminuído ou acrescido quanto aos seguintes valores: a importância destinada à reserva legal, a importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores, lucros a realizar transferidos para a reserva e lucros anteriormente registrados.

Nos termos da Lei das S.A, o dividendo obrigatório poderá excepcionalmente deixar de ser pago no exercício em que os órgãos da administração da Companhia informam à Assembleia Geral Ordinária que ele é incompatível com a situação financeira da companhia. Os lucros não distribuídos na hipótese descrita acima, não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos assim que permitir a situação financeira da empresa.

2.3 Relevância ou não da política de dividendos

Para Procianoy e Poli (1993), existem muitos estudos sobre a política de dividendos, mas ainda não há consenso quanto sua relevância. Tal fato deu origem a duas escolas: a escola do Mercado Perfeito - teoria de Modigliani e Miller, e a escola do Mercado Imperfeito - teorias de Gordon, Lintner e Residual.

Miller e Modigliani (1961) defendem a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afeta o preço das ações e o custo de capital das empresas. Sendo a política de dividendo irrelevante, os autores partiram da proposição de que não há impostos ou corretagens, e nenhum participante do mercado é capaz de afetar o preço do mercado por meio de suas transações, onde os economistas dizem que os mercados são perfeitos quando tais condições se verificam; todos os indivíduos têm as mesmas expectativas em relação a investimentos, lucros e dividendos futuros, ou seja, os indivíduos têm expectativas homogêneas; e a política de dividendos da empresa é dada, não sendo alterada por mudanças de política de dividendos.

Para Miller e Modigliani (1961), o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno

proporcionado por seus ativos. Como os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, conseqüentemente, a alteração na política de dividendos implicará somente na mudança da distribuição do retorno total entre dividendos e ganhos de capital.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2011), o ponto central da teoria de irrelevância da política de dividendos de Miller e Modigliani (1961) é o fato de que os investidores podem criar uma política de dividendos por conta própria, ou seja, um acionista insatisfeito pode desfazer a política de dividendos da empresa, reinvestindo dividendos caso não deseje receber os dividendos correntes ou, alternativamente, vendendo ações, caso deseje um montante maior do que o distribuído.

Segundo Procianny e Poli (1993), a segunda teoria da escola do mercado imperfeito, a teoria residual, propõe o pagamento dos dividendos como um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimento, ou seja, a empresa irá pagar dividendos somente quando não existir possibilidade de realizar um investimento com retorno ótimo e risco compatível para maximizar a riqueza de seus acionistas. Neste caso, os ganhos de capital são preferidos ao recebimento de dividendos.

2.4 Determinantes que favorecem uma política de dividendo elevada

Dois fatores que favorecem uma política de dividendo elevada têm sido frequentemente mencionados pelos proponentes desse ponto de vista: a preferência por rendimentos correntes e a eliminação de incerteza.

Gordon (1959) defende que é mais fácil prever dividendos do que ganhos de capitais, sendo que os dividendos correntes diminuem a incerteza dos investidores, os quais são avessos ao risco. O pagamento de dividendos reduz a incerteza e eleva, ao mesmo tempo, o valor da empresa. O autor explica que os investidores preferem dividendos recebidos hoje aos possíveis maiores dividendos futuros, os quais são incertos. O maior grau de incertezas dos dividendos faz com que os investidores exijam uma maior taxa de retorno para seus investimentos, aumentando o custo de capital da empresa.

Lintner (1956) e Gordon (1959) foram os precursores da discussão da teoria da relevância dos dividendos, os quais demonstraram que os acionistas preferem dividendos correntes e que há, de fato, uma relação direta entre política de dividendos da empresa e o valor de mercado da ação. Os pagamentos de dividendos correntes reduzem a incerteza dos investidores e elevam o preço das ações da empresa, num ambiente onde os investidores têm aversão ao risco. Os autores argumentam que muitos indivíduos preferem rendimentos correntes. Miller e Modigliani (1961) observam que este argumento é irrelevante em seu modelo teórico, mas na prática o argumento por preferência por rendimentos correntes possui valor. Os custos de corretagem e outros custos de transações, além do tempo gasto pelo investidor ao vender as ações e o temor natural de estar consumindo o

principal poderia levar muitos investidores a aplicar em títulos com dividendo elevado.

Gordon (1963) argumentou que uma política de dividendos elevada também beneficia os acionistas porque reduz a incerteza. O argumento da teoria da Gordon e Lintner ficou conhecido como teoria do pássaro na mão, pois de acordo com os autores, os investidores teriam preferência em receber os dividendos correntes a receber ganhos de capital, pois estes últimos teriam risco maior.

Outro determinante favorável para uma política de dividendos elevada é reduzir os conflitos de agência, uma vez que os administradores podem ser tentados a visar a objetivos egoístas a expensas dos acionistas. Há vários mecanismos para ajudar os acionistas a controlar o comportamento dos gestores, reduzindo assim o conflito possível. Jensen (1986) explica que a relação entre administradores e acionistas é repleta de conflitos. Miller e Scholes (1978) explicam que os dividendos podem servir para reduzir custo de agência. Pagando-se dividendos iguais ao total de fluxo de caixa excedente, uma empresa pode reduzir a capacidade da administração para desperdiçar os recursos da empresa. Decourt e Procianny (2009) realizaram um estudo no qual acreditam que a política de dividendos é uma ferramenta de criação de valor para a empresa, e concluíram que há indícios de que o tipo de incentivo utilizado para remunerar os executivos afeta a política de dividendos da empresa, sugerindo a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas.

Para Procianny e Poli (1993), embora o investidor possa ter preferências por receber dividendos ou por auferir ganhos de capital, ele irá procurar uma empresa cuja ação lhe possibilite maiores ganhos líquidos após a tributação. Segundo, Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), no Brasil tem-se uma peculiaridade, que consta no artigo 10º da Lei nº 9.249, que é a isenção do pagamento de imposto de renda para os dividendos distribuídos a partir de janeiro de 1996, ficando apenas ganhos de capital sujeito à alíquota de 15%. Sendo assim, o recebimento de dividendos é mais vantajoso que os ganhos de capital a serem auferidos pelos acionistas.

Ainda do ponto de vista fiscal, a Lei 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995) introduziu outra peculiaridade à questão dos dividendos no Brasil, um mecanismo alternativo para remunerar o acionista. Conforme Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), tal mecanismo conhecido como juros sobre capital próprio é um percentual calculado sobre as contas do patrimônio líquido e classificado como despesa financeira. Os juros sobre o capital próprio, portanto, reduzem a base de cálculo do imposto de renda, trazendo, dessa forma, um benefício fiscal para a empresa.

2.5 Determinantes que favorecem uma política de dividendo mínima

A teoria residual propõe os dividendos como um resíduo dos lucros da empresa, ou seja, o saldo que resta após serem deduzidos todos os projetos com VPL positivos. Pela teoria

residual, a empresa pode, inclusive, não pagar dividendos aos acionistas desde que suas necessidades de capital superem sua geração de caixa. Segundo a teoria residual, as empresas nunca devem abrir mão de um projeto com VPL positivo para aumentar um dividendo. Ou seja, uma empresa deve aceitar todos os projetos com valor presente líquido positivo, pois se isso não for feito o valor da empresa será reduzido. Conforme Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), o pagamento de dividendos é um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimento da empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (2011) argumentam que as empresas com fluxos substanciais de caixa podem pagar dividendos simplesmente porque não têm coisas melhores a fazer com seus fundos. Empresas com grandes oportunidades de crescimento tenderiam a reter mais os lucros (PROCIANOY, 2006).

Conforme Damodaran (2004), a teoria contém uma mensagem valiosa: uma empresa que investiu em maus projetos não pode esperar aumentar seu valor para os investidores, oferecendo dividendos mais altos. Alternativamente, uma empresa com ótimos investimentos pode ser capaz de sustentar seu valor, mesmo se ele não pagar quaisquer dividendos.

Na mesma linha de pensamento, Decourt e Procianny (2009) afirmam que reduções nos dividendos podem sinalizar expectativa de geração de caixa e lucros menores, enquanto que aumentos nos dividendos podem significar falta de bons projetos de investimento.

Para Lima e Paiva (2001), um fator importante a ser considerado na formulação de uma política de dividendos é a capacidade de crescimento da companhia. Empresas em fase de crescimento e com muitas oportunidades de investimento estão constantemente necessitando de recursos.

Perobelli, Zanini e Santos (2009) explicam que a perspectiva de crescimento da empresa e a fase de maturação também são fatores que influenciariam na política de dividendos. Santos *et al.* (2004) afirmam que a política de dividendo tente a seguir o grau de maturidade da empresa. Empresas *startup*, que possuem maiores oportunidades de crescimento por meios de projetos de investimentos, tendem a não distribuir o lucro, ou a distribuir uma parcela menor que as empresas em situação de estabilidade. No caso de investimento em novos projetos, a empresa deve analisar a relação do custo de reter lucro e captar recursos de terceiros. E, além disso, no caso de retenção de lucros para reinvestimento, o acionista irá considerar se o retorno deste é mais vantajoso que as demais aplicações de mercado.

Santana (2006) argumenta que existem empresas que geram muito caixa, porém possuem oportunidades de investimento limitadas; é o que ocorre com empresas de setores lucrativos e maduros nos quais existem poucas oportunidades de crescimento. Normalmente, essas empresas distribuem grande parte do seu caixa ao acionista, com isso, atraem investimentos de clientela que preferem dividendos altos. Também existem outras empresas que, ao contrário, geram pouco caixa ou nenhum caixa excedente, mas possuem

ótimas oportunidades de investimento; é o que ocorre frequentemente com empresas de rápido crescimento. Essas empresas normalmente distribuem pouco ou nenhum caixa, porém usufruem do aumento dos lucros e preços das ações e com isso atraem investidores que preferem ganhos de capital. Conforme Procianny (2006), as empresas procuram definir suas políticas de dividendos, avaliando as possíveis preferências de seus acionistas, e estas buscam empresas que satisfaçam seus anseios, chamando isso de efeito clientela. Conforme sugerem Miller e Modigliani (1961), cada empresa tenderia a atrair para si a clientela que se identificasse com sua política de dividendos.

2.6 Dividendos transmitem informações ao mercado

Uma importante explicação de relevância de dividendos é a possibilidade de a empresa sinalizar sobre seu desempenho futuro. O volume de dividendos oferecido aos acionistas pode servir, segundo sua abordagem, como uma expectativa do retorno dos acionistas. Ao contrário do proposto pela teoria da irrelevância defendida por MM, diversas pesquisas têm demonstrado que os acionistas não costumam apresentar expectativas homogêneas com relação ao comportamento futuro do pagamento de dividendos.

Segundo a teoria, políticas de maior pagamento de dividendos são acompanhadas de elevação no preço de mercado das ações, enquanto que reduções de dividendos provocam, ao contrário, queda na cotação da ação. Mas, na prática de mercado, nem sempre a teoria prevalece.

Conforme Procianny (2006), os dividendos, num mercado de incerteza, possuem valor informativo, ou seja, eles são uma fonte de informação para o investidor sobre a rentabilidade futura da empresa. O seu pagamento, ou não, e a quantia a ser paga, irão influenciar na valorização das ações no mercado.

Asquith e Mullins (1983) analisaram o impacto dos dividendos na condução de informação de empresas que estavam pagando o seu primeiro dividendo ou recomeçando a pagar dividendos após um lapso de 10 anos. Encontraram aumentos significativos do preço da ação na data em que o dividendo inicial era anunciado.

O primeiro estudo empírico sobre a política de dividendos foi realizado por Lintner (1956), durante um período de sete anos (1947 a 1953), através de uma entrevista com responsáveis pela política de dividendos de 28 grandes empresas americanas do setor industrial. O autor desenvolveu um modelo com o intuito de identificar quais os fatores que os gestores financeiros levam em consideração para determinar a política de dividendos das suas empresas.

O autor afirma que as empresas tendem a seguir uma política de ajustamento gradual em direção a um *payout* objetivo, definido como ideal, no médio e longo prazo, verificando-se uma resistência por parte dos gestores em diminuir os dividendos, pois esta atuação pode transmitir uma informação negativa ao mercado. Os gestores também demonstram receio em aumentar o nível dos dividendos, pois

poderão não ter capacidade para sustentá-los no futuro e isso transmite igualmente uma informação negativa ao mercado. Portanto, a política de dividendos mais frequente baseia-se na manutenção dos dividendos ao longo dos anos, aumentando-os se existir perspectivas de que o respectivo crescimento possa ser sustentado no futuro.

Essa hipótese que dividendos transmitem informação ao mercado está fundamentada na premissa de que uma empresa só aumentaria o montante de lucros a distribuir quando projetasse aumento nos lucros futuros calcados na avaliação de projetos em andamentos.

Bhattacharya (1979) propôs um modelo no qual considerava uma suposição de que os investidores possuem assimetria informacional e que os dividendos são tributados com alíquotas superiores a ganhos de capitais (mercado americano), logo, um aumento de dividendos estaria projetando um aumento na lucratividade futura. Outra condição seria a existência suficiente de possibilidades de investimentos. Este modelo assumiu que a sinalização dos dividendos é derivada do aumento líquido no valor das ações, causado pelo dividendo comprometido e pago. Para determinar a eficácia deste modelo, o autor utilizou-se da construção de um modelo de custos que permite que os dividendos funcionassem como um sinal, baseado nos custos que o pagamento de dividendos causa, nesta situação.

Porém, deve-se estar ciente que as oscilações nos preços de ações não dependem, exclusivamente, da política de dividendos. As variações de mercados estão relacionadas a fatores políticos, mudanças de taxas de juros, volatilidade do mercado, sentido em que o mercado está operando, entre outros fatores.

2.7 Metodologia

Para a realização do estudo proposto, obteve-se uma amostra por meio da pesquisa nos principais periódicos nacionais das áreas de Administração, Contabilidade e Finanças, no período de 2007 a 2012. Os periódicos

consultados foram: RAE, RAM, RBE, RCO, BBR, BAR, CGG, RBFin, RCon-F e RCon-V&R, segundo classificação do Qualis Capes, extrato igual ou superior a B2 em 2012. Ressalta-se que outros periódicos foram consultados e refutados por estarem com edições em atraso no período do estudo, o que comprometeria a veracidade das informações em relação ao espaço temporal analisado.

O presente estudo trata de uma pesquisa bibliométrica, desenvolvido a partir de material já elaborado (GIL, 1999). Por sua natureza descritiva, buscou-se realizar registros e descrições dos fatos observados, relatando as características das publicações investigadas, onde a coleta de dados deu-se a partir dos arquivos eletrônicos dos periódicos disponíveis nos seus respectivos sites.

Deste modo, foi analisado um total de 17 artigos sobre o assunto dividendos nos 10 periódicos no período analisado, conforme Quadro 1. O procedimento de coleta foi o seguinte: (i) utilizando-se a ferramenta de busca de cada *site* dos respectivos periódicos, foram identificados todos os textos que continham o termo “dividendos”; (ii) estes foram separados em pastas específicas, por periódico, e então examinados um a um, sendo considerados válidos aqueles onde o assunto dividendos era, de fato, abordado; (iii) o conjunto de arquivos que atendia este requisito foi considerado a amostra; (iv) para este, foram coletados e tratados os dados dos títulos dos artigos, e classificados por objetivo, ano e periódico no qual foi publicado e, posteriormente o estudo das formas de como as empresas distribuem resultados, impacto desta distribuição sobre os preços das ações, determinantes para uma política de dividendo mínima ou elevada e efeito clientela. Sendo estes os principais focos de estudos realizados no Brasil, o termo “dividendos” deveria aparecer no título, resumo ou palavras-chave.

Na definição da amostra, dos 17 artigos, 3 foram excluídos por não terem relação direta com a determinação de política de dividendos.

Quadro 1: Periódicos e critérios de busca e forma de avaliação dos trabalhos

Periódicos	Critérios de buscas nos sites	Double-blind	Qualis/Capes*
BBR	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	A2
CGG	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	B2
ERA	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	A2
RAE Eletrônica	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	A2
RAM	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	B1
RBE	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	A2
RBFin	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	B1
RC&F	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	A2
RCO	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	B1
RCV&R	Todos (Autor, título, resumo, texto completo)	Sim	B1

Fonte: Elaborado pelos autores

2.8 Discussão

No Brasil, as discussões sobre política de dividendos é mais recente, tendo destaque somente a partir de 1990, com o início da estabilidade econômica (MARTINS e FAMÁ, 2012). O tema, embora recente, nos últimos 10 anos, vem sendo discutido com muito afinco por pesquisadores em simpósios, seminários e congressos, passando a ser investigado com maior interesse na demonstração de seus reflexos no mercado brasileiro, o que apresentou-se como conveniente conhecer os últimos trabalhos empíricos realizados no Brasil.

No presente estudo, como no de Martins e Famá (2012), embora os trabalhos nacionais geralmente baseiam-se em modelos de pesquisa adotados no exterior, optou-se por efetuar as classificações com base no objetivo principal dos artigos brasileiros selecionados. No trabalho acima citado e em nosso estudo, destacamos os principais autores de artigos sobre política de dividendos mais relevantes produzidos nos últimos anos, Ariovaldo dos Santos, Eduardo Kazuo Kayo, Jairo Laser Procianoy, Ricardo Dias de Oliveira Brito, Roberto F. Decourt, Rodrigo S. Verdi, Rubens Famá, entre outros.

Uma vez que a política de dividendos no Brasil é um estudo contemporâneo, consideramos importante evidenciar somente os artigos publicados em revistas especializadas nos últimos anos. Isso não quer dizer que o grande número de produções científicas que vêm sendo submetidas nos últimos congressos não seja extraordinário, muito pelo contrário, é a prova da importância dada ao tema pelos pesquisadores nacionais.

Como o nosso estudo é bibliométrico e o tema proposto em finanças demonstra um interesse crescente das companhias brasileiras, não poderíamos deixar de revelar, na Tabela 1, a média de autores que publicaram artigos sobre dividendos nos últimos 05 anos. Esta tabela nos mostra que, desde 2007, o número de autores por artigo está em constante crescimento, o que demonstra a riqueza que o assunto desperta para as contribuições necessárias acerca da relevância, principalmente no Brasil, na determinação da política de dividendos. Ao longo dos anos, foi encontrada uma média de 03 autores, embora nos anos de 2010 e 2011, a média tenha aumentado para 04 autores. Também o ano de 2012, com uma média de 02 autores, nos deixa otimista pela expectativa de que vários trabalhos sejam publicados ainda este ano.

Tabela 1: Média de autores

Continua ...	
Ano	Média de autores por ano
2007	2
2008	2
2009	3

... Continuação	
Ano	Média de autores por ano
2010	4
2011	4
2012	2
Totais	17

Fonte: Elaborada pelos autores

A Tabela 2 desponta uma frequência de 08 artigos com 02 autores, o que não muda a afirmativa anterior do aumento considerável do interesse em investigar as lacunas que existem quanto à determinação de uma política de dividendos. Os programas de mestrados e doutorados na área de contabilidade e finanças vêm proporcionando um aumento da produção científica. Essa maturidade científica na área de finanças denota desde a globalização dos mercados, onde existe a necessidade premente do conhecimento sobre a remuneração do capital, a partir dos investimentos crescentes pela abertura do capital pelas companhias.

Tabela 2: Artigos por autores

Autores	Frequência de artigos
1 autor	0
2 autores	8
3 autores	4
4 autores	2
Total	14

Fonte: Elaborada pelos autores

Em análise, também na Tabela 3, fica evidente a pequena quantidade de artigos sobre política de dividendos ainda publicados nos periódicos brasileiros. Nos anos de 2007 a 2012, foram produzidos nos 10 periódicos, 14 artigos que tinham como tema “dividendos”, o que demonstra uma média de apenas 1,4 artigos por revista e de 2,8 por ano. O ano de 2009 foi o mais relevante em produção, com 50% das publicações, ou seja, sete artigos divididos em seis periódicos diferentes. Das 10 revistas, seis produziram um artigo por ano e 4 delas, produziram dois, sendo as de produção mais aparada, BBR, RAE, RAM e RC&F.

O aspecto que julgamos importante ressaltar é o aumento do número de revistas que demonstram interesse em publicar sobre o tema em estudo, devido à internacionalização dos negócios na maioria das companhias e o grande desafio em determinar qual a forma de remunerar o capital posto à disposição pelos investidores. Outro aspecto respeitável é o crescente interesse pela pesquisa na área de finanças que se desenvolve nos últimos anos e que darão grande reflexo no número de publicações nos próximos três anos, em razão dos trabalhos apresentados e avaliados positivamente em congressos.

Tabela 3: Quantidade e porcentagem de artigos por periódico

Periódicos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	% Revista
BBR - Brazilian Business Review		1	1				2	14,29
CGG - Revista Contabilidade Gestão e Governança	1						1	7,14
RAE - Revista de Administração de Empresas (Eletrônica)			1				1	7,14
RAE - Revista de Administração de Empresas (Impresso)			1			1	2	14,29
RAM - Revista de Administração Mackenzie			1		1		2	14,29
RBE - Revista Brasileira de Economia (Impresso)	1						1	7,14
RBFIn - Revista Brasileira de Finanças			1				1	7,14
RC&F - Revista Contabilidade & Finanças – USP			2				2	14,29
RCO – Revista de Contabilidade e Organizações	1						1	7,14
RCV&R - Revista Contabilidade Vista & Revista				1			1	7,14
Total	3	1	7	1	1	1	14	100,00
% Artigos por ano	21,43	7,14	50,00	7,14	7,14	7,14	100,00	

Fonte: Elaborada pelos autores

A partir da Tabela 4, verifica-se o grande número de objetivos de vários estudos relacionados a “dividendos” que vem sendo discutidos nos últimos anos, em função de ser um tema polêmico quando tratadas as formas de remuneração dos sócios.

Tabela 4: Objetivos dos estudos em relação aos dividendos e confirmação do esperado

Objetivo	Êxito	Quantidade	%/total
Investigar se há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas controladores e minoritários.	Sim	2	14,29
Analisar as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras para o período de 1995 a 2004.	Sim	2	14,29
Identificar se o aumento da remuneração direta aos acionistas foi devido às mudanças nas características das empresas ou devido às alterações na legislação	Sim	2	14,29
Investigar se a política de distribuição de resultados seria capaz de alterar o preço das ações de uma empresa	Sim	1	7,14
Analisar o comportamento das ações locais de empresas brasileiras, e de seus retornos no mercado de ações brasileiro	Sim	2	14,29
Testar as previsões das teorias de <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i> sobre <i>payout</i> e endividamento, num momento particular do cenário econômico brasileiro	Sim	1	7,14
Verificar as motivações determinantes para a recompra de ações no mercado de ações brasileiro	Não	2	14,29
Inter-relacionamento entre política de dividendos e de clientela	Não	1	7,14
Analisar a relação entre a concentração acionária e o nível do <i>payout</i> .	Sim	1	7,14
Total		14	100,00

Fonte: Elaborada pelos autores

Foram encontrados nos trabalhos nove objetivos distintos, embora todos tenham relação com a política de dividendos, nem todos apresentaram os resultados esperados. Sete deles (77%) obtiveram sucesso nas suas proposições e dois (23%) não conseguiram atender ao indicado.

Considerando a proeminência do tema evidenciado de forma empírica nos trabalhos, julga-se importante destacar que dos 14 artigos em seus objetivos propostos e que obtiveram êxito em suas respostas positivas, 79% focam no mercado brasileiro e que apenas 21% possui outro foco diferente ou complementar. Esse resultado permite considerar que há uma busca constante no aprofundamento das pesquisas

sobre dividendos, proporcionando conhecer e informar a maneira como o assunto está sendo desmistificado no Brasil e sua contribuição para a geração de valor para investidores e empresas.

Dentre os artigos foco deste estudo, nem todos atingiram seus objetivos, uma vez que são encontradas variáveis e vieses que despontam para a mudança ou prosseguimento de vários dos estudos aqui analisados, e outros não contemplam as características das empresas e de investidores brasileiros.

As principais contribuições dos trabalhos analisados é a argumentação de que o conservadorismo possui função relevante da estrutura de capital e contratual da empresa,

indicando que existe relação entre conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas empresas brasileiras (GONZAGA; COSTA, 2009). Hahn *et al.* (2010) confirmam em seu estudo que quanto maior a concentração acionária, maior o nível do *payout*. A decisão sobre a política de dividendos pode ocorrer de acordo com os interesses de quem está ou de quem indicou aquele que está no controle. Outro aspecto interessante quanto à estrutura de capital e remuneração dos acionistas resulta por confirmar a previsão da teoria de *pecking order* de que os dividendos são “fixos” e eventuais variações de investimentos são absorvidas pelo endividamento (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009). Além disso, David, Nakamura e Bastos (2009) também ratificam as previsões da teoria mencionada, ou seja, as empresas preferem reinvestir em projetos rentáveis a distribuir os lucros.

O fator determinante para a política de dividendos praticada no Brasil foi e é até os dias de hoje, a redução das alíquotas de impostos promovida desde 1996 para a remuneração direta aos acionistas (BRITO; LIMA; SILVA, 2009). Segundo Procianoy e Kwitko (2007), outro ponto interessante observado foi o fato de as ações locais obterem desempenhos superiores ao de suas respectivas ADRs. Essa constatação sugere que os investidores estão preferindo comprar as ações locais às ADRs, em virtude de estarem submetidos a uma tributação menos severa no mercado brasileiro quanto ao pagamento de dividendos. Ainda com relação a benefícios fiscais, Santos e Salotti (2007) confirmam que as empresas se beneficiam do JCP, porque os juros pagos aos acionistas podem ser considerados dividendos, com benefício fiscal para a empresa.

No trabalho de Nascimento, Galdi e Nossa, (2011), foram encontrados, em relação a recompra de ações, motivação determinante significativa que conduz a afirmação de que empresas com disponibilidade de caixa podem recomprar ações na intenção de minimizar o conflito existente entre o principal e o agente. A opção de recompra de ações aumenta a propensão ao risco dos gestores, influenciando negativamente a política de dividendos e incentivando o gerenciamento, pelo gestor, de informações ao mercado (SANTOS; PEROBELLI, 2009).

Segundo Procianoy e Verdi (2009), outro aspecto bastante peculiar à política de dividendos é de que no Brasil não existe efeito clientela, pois todos os acionistas querem receber dividendos por esses não serem tributados, mas que existe um efeito de sinais, ou seja, dividendos transmitem informação ao mercado.

Finalmente, neste ponto da análise, detectamos os principais aspectos relacionados a dividendos que impactam diretamente nas decisões de que políticas de dividendos a serem adotadas pelas companhias brasileiras.

A Tabela 5 nos mostra que no Brasil, principalmente devido aos incentivos fiscais, as empresas estão propensas a pagar dividendos, o que demonstra também sua relação direta na decisão, pois os investidores, de maneira geral, têm aversão ao risco e nas empresas brasileiras não é diferente. Segundo a

teoria do pássaro na mão, os acionistas geralmente atribuem menos riscos aos dividendos atuais do que a dividendos futuros pela sua relevância.

Tabela 5: Principais aspectos relacionados à política de dividendos:

Aspectos relacionados a dividendos	Quantidade	%/total
Assimetria Informacional	1	7,14
Sinalização de Mercado	4	28,57
Custos de Agência	4	28,57
Efeito Clientela	0	0,00
Benefícios fiscais	4	28,57
Outros	1	7,14
Total	14	100,00

Fonte: Elaborada pelos autores

Com a separação entre propriedade e controle nas modernas corporações, admite-se que os gestores possuem melhores informações a respeito da empresa relativamente aos acionistas, distinguindo, assim, uma condição de assimetria informacional. A assimetria informacional ficou um pouco fora de discussão nos últimos anos, em lugar da atenção dada aos benefícios fiscais. Outro importante aspecto analisado nos trabalhos é de que os sinais transmitidos pela administração, quando da divulgação dos resultados, podem ser relevantes na reavaliação das expectativas dos investidores acerca do desempenho futuro da empresa, o que nos faz levar em consideração que dividendos transmitem informações que, de certa forma, sinalizam o mercado.

O conservadorismo e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas empresas brasileiras provocam problemas de agência, uma vez que não deixam de ser uma forma de centralização das decisões.

Vários são os aspectos que versam para a redução do custo de agência, onde, afirma, Nascimento, Galdi e Nossa, (2011) empresas com disponibilidade em caixa podem efetuar a recompra de ações, e que também a própria distribuição de dividendos contribui para sua diminuição (DALMÁCIO; CORRAR, 2007).

Dentre os estudos empíricos aqui verificados, os que foram menos ressaltados, mas que possuem importante relevância, é de que segundo David, Nakamura e Bastos (2009), embora tenham importantes benefícios para a distribuição de dividendos, as empresas preferem reinvestir seus lucros em projetos rentáveis.

3 Conclusão

Considerando a ênfase do tema evidenciado de forma empírica nos trabalhos, destaca-se que, em sua maioria, os objetivos propostos obtiveram respostas positivas, apurando-se um índice de 79%. Esse resultado permite constatar que há

uma busca constante no aprofundamento das pesquisas sobre dividendos. Uma vez que o assunto está sendo desmistificado no Brasil, cabe considerar que os estudos até então realizados contribuem, em nível acadêmico quanto à pesquisa e profissionalmente por meio dos gestores, para a geração de valor nas empresas para a satisfação dos investidores.

Outro aspecto constatado empiricamente são as evidências de que o conservadorismo possui função relevante da estrutura de capital das empresas, indicando que existe relação entre este e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores. Permite verificar, também, que, quanto maior a concentração acionária, maior será o nível de *payout*.

Os principais aspectos relacionados a dividendos que impactam diretamente nas decisões a serem adotadas pelas companhias brasileiras são: (i) assimetria informacional; (ii) sinalização de mercado; (iii) custos de agência; (iv) benefícios fiscais. Estes elementos forçam os gestores a realizarem uma política de dividendos que minimize as dívidas dos investidores, principalmente acerca de uma política de dividendos que resulte na divulgação dos resultados relevantes na reavaliação das expectativas dos investidores acerca do desempenho futuro da empresa.

Os estudos empíricos realizados neste período estabelecem relações e identificam a existência de vieses em comum entre os resultados analisados, o que, em função do número ainda pequeno de pesquisas no Brasil sobre o tema, abre espaço para a complementação dos trabalhos até aqui desenvolvidos.

Dado a necessidade de novos estudos a cerca da política de dividendos no Brasil, sugere-se que haja uma busca mais aprofundada por novas verificações e identificações de políticas e práticas de mercado, à luz dos preceitos teóricos. Da mesma forma, este tipo de estudo bibliométrico pode ser periodicamente refeito, quer com novos períodos de análise, quer com novos periódicos ou, ainda, em outros países para o estabelecimento de comparativos.

Referências

- ASQUITH, P.; MULLINS JUNIOR, D.W. The impact of initiating dividend payments on shareholders'. *The Journal of Business*, v.56, n.1, p.77-96, 1983.
- ASSAF NETO, A.; AMBROZINI, M.A.; LIMA, F.G. *Dividendos: teoria e prática*. São Paulo: Inside Books, 2010.
- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy and the "bird-in-hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, v.10, p.259-270, 1979.
- BRASIL. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. *Estabelece um dividendo mínimo obrigatório*. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF.
- BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF.
- BRASIL. Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995. *Promove modificações na legislação tributária brasileira*. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF.
- BRITO, R.D; LIMA, M.R; SILVA, J.C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de característica das firmas? *Brazilian Business Review*, v.6, n.1, p.62-81, 2009.
- BRUNI, A.L. et al. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3., 2003. São Paulo. *Anais...* São Paulo. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos32003/default.asp?con=1>. Acesso em: 20 maio 2013.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DALMÁCIO, F.Z.; CORRAR, L.J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória a luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v.1, n.1, p.16-29, 2007.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre. Bookman, 2004.
- DAVID, M.; NAKAMURA, W.T.; BASSO, D.D. Estudo dos modelos *trade-off* e *pecking order* para as variáveis endividamento e *payout* em empresas brasileiras (2000-2006). *Revista de Administração Mackenzie*, v.10, n.6, p.132-153, 2009.
- DECOURT, R.F.; PROCIANOY, J.L. O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, 2009, São Leopoldo. *Anais eletrônicos*. São Leopoldo, 2009. Disponível em: <http://www.sbfm.org.br/site/Encontros/2009>. Acesso em 10 jul. 2013.
- DIEHL, C.A. et al. A metodologias em artigos de finanças sobre política de dividendos nos periódicos brasileiros Qualis/Capes a partir de B2. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, v.4, n.2, p.18-35, 2010.
- FUTEMA, M.S; BASSO, L.F.L.C; KAYO, E.K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre capital próprio: testes no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, v.20, n.49, p.44-62, 2009.
- GIL, A.C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas, 1999.
- GONZAGA, R.P; COSTA, F.M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, v.20, n.50, p.95-109, 2009.
- GORDON, M. Dividends, earning and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, v. 41, p.99-105, 1959.
- GORDON, M.J. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v. 28, n.2, p.264-272, 1963.
- HAHN, A.V. et al. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na Bovespa contabilidade. *Vista & Revista*, v.21, n.3, p.15-48, 2010.
- JENSEN, M.C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, p.323-329, 1986.
- KURONUMA, A.M.; LUCCHESI, E.P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, São Paulo, 2004. *Anais...* São Paulo, 2004.
- LIMA, A.V.; PAIVA, J.W. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2001, São Paulo. *Anais...* São Paulo, 2001. CD-ROM.

- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporation among dividends, retained earning, and taxes. *American Economic Review*, v.46 p.97-113, 1956.
- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, v. 44, p. 243-269, 1962.
- MARTINS, A.I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *RAE*, v.52, n.1, p.24-39, 2012.
- MILLER, M.H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business of the University of Chicago*, v.34, n.4, p.411-433, 1961.
- MILLER, M.H.; SCHOLES, M.S. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*. v.6, n.4, p.333-364, 1978.
- NASCIMENTO, D.F.; GALDI, S.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.
- PEROBELLI, F.F.C.; ZANINI, A; SANTOS, A.B. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v.49, n.2, p.132-146, 2009.
- PROCIANOY, J.L. *A política de dividendos e o preço das ações*. Gestão de investimento e fundos, 2006. Rio de Janeiro: Financeiro Consultoria, 2006.
- 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.6-15, 1993.
- PROCIANOY, J.L.; KWITKO, L.C. Ações de empresas brasileiras e suas ADRs: uma nota sobre datas ex dividend. *Revista Brasileira de Economia*, v.61, n.1, p.111-124, 2007.
- PROCIANOY, J.L.; VERDI, R.S. Clientela em dividendos, novos elementos e novas questões: o caso brasileiro. *RAE-eletrônica*, v.8, n.1, 2009. Disponível em: <http://www.rae.com.br/electronica>. Acesso em: 2 maio 2013.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 2011.
- SANTANA, L. *Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA*. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) –Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.
- SANTOS, A.; PEROBELLI, F. Reação do mercado à deliberação de planos de opção de compra de ações: um estudo de eventos para as empresas negociadas na Bovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, v.7, p.164-195. 2009.
- SANTOS, A.G.Q. *et al.* A influência da tributação sobre dividendos e juros sobre o capital próprio no comportamento dos preços das ações: uma análise empírica na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. *Anais...* Curitiba: ANPAD, 2004.
- SANTOS, A.; SALOTTI, B.M. Juros sobre o capital próprio, pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v.10, p.97-118, 2007.