

# INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E CICLO DE VIDA NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS MAIORES EMPRESAS DA B3

*INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE AND LIFE CYCLE IN DIVIDEND POLICY OF THE LARGEST COMPANIES OF B3*

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V12I3.699](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V12I3.699)

**Maria Maciléya Azevedo Freire**

macileya@hotmail.com

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Jane Elly Nunes da Costa Lima**

jane\_elly@hotmail.com

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Vera Maria Rodrigues Ponte**

vponte@ufc.br

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Daniel Barboza Guimarães**

barbozadan@hotmail.com

Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Data de envio do artigo:** 24 de Novembro de 2019.

**Data de aceite:** 25 de Setembro de 2021.

**Resumo:** O presente estudo, buscou verificar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos das empresas brasileiras. De cunho descritivo, documental e abordagem quantitativa dos dados, utilizou-se de análise descritiva e regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado para análise dos resultados, em uma amostra que compreendeu 94 companhias de capital aberto evidenciadas entre as 100 maiores empresas listadas na B3, no período de 2015 a 2017. Os resultados denotaram que a governança corporativa e o ciclo de vida das empresas podem explicar a política de dividendos, a primeira influenciando negativamente, enquanto a segunda positivamente no pagamento de dividendos. Destarte, conclui-se que, quanto maior o nível de governança corporativa menos a empresa pagará dividendos, e quanto aos estágios do ciclo de vida, infere-se que empresas que se encontram nas fases de crescimento e maturidade tendem a adotar uma maior política de pagamentos.

**Palavras-chave:** Política de dividendos; Governança corporativa; Ciclo de vida; Maiores empresas; B3.

**Abstract:** *The present study sought to verify the influence of corporate governance and the life cycle on the dividend policy of Brazilian companies. Descriptive, documentary and quantitative approach to data, used descriptive analysis and multiple linear regression with unbalanced panel data to analyze the results, in a sample that comprised 94 publicly traded companies evidenced among the 100 largest companies listed in B3, from 2015 to 2017. The results show that corporate governance and corporate life cycle can explain the dividend policy, the first influencing negatively, while the second positively influencing dividends. Thus, it is concluded that the higher the level of corporate governance, the less the company will pay dividends, and regarding the life cycle stages, it is inferred that companies that are in the growth and maturity phases tend to adopt a higher policy of payments.*

**Keywords:** *Dividend Policy. Corporate governance. Life cycle. Larger companies. B3.*

## 1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos aponta-se como um fator determinante para que se possa compreender as finanças corporativas (BOOTH; ZHOU, 2017), desta forma, apresenta-se como um dos mais importantes pontos na literatura financeira (KHAN; JEHAN; SHAH, 2017). Tal destaque deve-se, dentre outros, aos possíveis impactos que pode ocasionar no valor e continuidade da companhia (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016), bem como, na análise de investimento, tendo em vista que os investidores levam em consideração à distribuição de dividendos na decisão quanto as opções disponíveis no mercado de ações (RIBEIRO, 2010).

Ademais, esse instrumento, corresponde a política de pagamentos executada pela entidade como fator de remuneração dos acionistas (BAKER; SINGLETON; VEIT, 2011). Destarte, essa temática tem incitado diversas pesquisas, tanto em mercados emergentes, quanto desenvolvidos (BOOTH; ZHOU, 2017; FAMA; FRENCH, 2001; FRANKFURTER et al., 2004; JABBOURI, 2016), apontando deferência destacada em múltiplos marcos teóricos, por exemplo Lintner (1956), Miller e Modigliani (1961) e Black (1976). Além de incitar estudos contemporâneos a discutir seus pormenores, como é o caso das pesquisas de Caliskan e Doukas (2015), Lin, Chen e Tsai (2017) e Reyna (2017).

Em âmbito organizacional a política de dividendos pode ser afetada por inúmeros fatores, dentre esses a governança corporativa (ESQUEDA, 2016; FUENZALIDA, 2013) assim como o ciclo de vida em que se encontra a organização (LA PORTA et al., 2000; MARTINEZ; BASSETTI, 2016).

Nessa perspectiva, o conjunto de boas práticas de governança corporativa denotadas pelas companhias influencia na visão dos analistas de negócios, apresentando melhores informações (qualitativas e quantitativas) que auxiliarão na apreciação dos riscos corporativos

e na composição do portfólio (FUENZALIDA, 2013), enquanto as informações referentes ao estágio de ciclo de vida da empresa apontam-se como fatores relevantes para as oportunidades de aplicação de recursos, além das decisões sobre investimentos e dividendos (LA PORTA et al., 2000). Deste modo, percebe-se que a política de dividendos está relacionada com as estratégias delimitadas pelas instituições, seja no âmbito financeiro ou relacionado a gestão.

Fundamentado na teoria da agência, a política de dividendos é um fator determinante para a decisão de investimento (BLACK; SCHOLLES, 1974; DEANGELO; DEANGELO, 2006), na qual a governança da empresa pode influenciar na distribuição de pagamento, nesse interim, os dividendos atuam como uma ferramenta para mitigar o problema de agência (HEIDARY; JALILIAN, 2016; LA PORTA et al., 2000; MITTON, 2004). Pois, ao distribuir o fluxo de caixa livre como dividendos, a probabilidade de expropriação por parte dos gestores pode ser minimizada (LIN; CHEN; TSAI, 2016), além de levar em consideração o estágio de vida em que se encontra, como uma possibilidade de variação de existência de problemas de agência.

Partindo do pressuposto que as políticas de dividendos são de interesse dos investidores, que a governança corporativa é um fator importante que afeta o desempenho da empresa (FILATOTCHEV; TOMS; WRIGTH, 2006; OLIVEIRA, 2019) e que o estágio que a empresa se encontra é baseado em informações financeiras evidenciadas (MARTINEZ; BASSETTI, 2016) relevantes para a sua sobrevivência ao longo do tempo, surgiu o seguinte questionamento: **Qual a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos das empresas?** Para responder ao questionamento do estudo, traçou-se como objetivo verificar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos das empresas brasileiras.

A justificativa para se estudar política de dividendos incide, sobretudo, no constante e crescente interesse que este assunto desperta na administração, acionistas, credores e acadêmicos, como mecanismo relevante em

decisões corporativas, tais como, investimento, financiamento e o impacto que perfazem na riqueza dos acionistas e na economia do país (JABBOURI, 2016). Afinal, como evidenciado por Papadopoulos e Charalambidis (2007), o rendimento de dividendos é parte integrante da renda nacional, portanto, auxilia no entendimento sobre o desempenho global da economia, sendo de grande relevância para o estágio que a empresa se encontra.

Aliado a isso, a relevância do estudo se dá em verificar como a governança corporativa (FUENZALIDA, 2013) e o ciclo de vida (LA PORTA et al., 2000) estão relacionados a distribuição de riqueza aos acionistas. Neste aspecto, a literatura ainda se encontra pouco explorada, onde denota-se a ausência de pesquisas que relacionem os construtos, deste modo, possibilitando a identificação de novas questões de estudo dentro desta temática.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Política de dividendos, governança corporativa e ciclo de vida

A política de dividendos é entendida como o mote de diretrizes que uma entidade se utiliza para decidir quanto do volume de seus recursos financeiros, direcionará para remunerar seus acionistas (ERKAN; FAINSHMIDT; JUDGE, 2016; KATO; LOEWENSTEIN; TSAI, 1997).

A essência teórica desse tema reflete estudos que variam na forma como o dividendo é distribuído e os fatores que influenciam essa distribuição, como no estudo de Lintner (1956) que relaciona a queda na distribuição de dividendos ao aumento nos custos de capitais, fazendo com que os acionistas aceitem pagamento de dividendos correntes, diante da incerteza de receber custo de capital futuramente. Desta forma, essa teoria reflete a preferência do acionista pelo dividendo, a priori.

Miller e Modigliani (1961), por sua vez, baseados na Teoria da Irrelevância dos Dividendos, em um cenário perfeito, sem custos de transação e assimetria informacional, apontam que, diante da racionalidade dos

investidores a política de dividendos adotada pela empresa não influenciaria em seu valor de mercado, mas sim as possibilidades de lucros e os riscos associados ao negócio.

Apesar das correntes teóricas, a distribuição de dividendos no Brasil é subsidiada por um sistema legal e que demanda rigorosas práticas de governança corporativa e estruturação por parte das organizações. Diversas pesquisas já pontuaram inúmeros determinantes que ditam ou senão, ao menos influenciam a política de dividendos, quais sejam: liquidez (LA PORTA et al., 1998); rentabilidade (KAŹMIERSKA-JÓŹWIAK, 2015; LA PORTA et al., 2000); alavancagem (KAŹMIERSKA-JÓŹWIAK, 2015; KHAN; JEHAN; SHAH, 2017); dividendo do ano anterior (KHAN; JEHAN; SHAH, 2017); investidores institucionais estrangeiros (CAO; DUO; HANSEN, 2017; HUANG; PAUL, 2017); concentração de propriedade (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016); tratamento tributário (DENIS; OSOBOV, 2008; KHAN; JEHAN; SHAH, 2017) e governança corporativa (MITTON, 2004; FUENZALIDA et al., 2013), dentre outros.

Percebe-se então, que a política de dividendos pode ser afetada por múltiplos fatores e, a governança corporativa é um deles, conforme afirmado por Esqueda (2016) e Fuenzalida (2013). Sabe-se que os outsiders contemporâneos optam por investimentos social e eticamente responsáveis para ambos, insiders e outsiders, a luz desse pensamento, Fuenzalida (2013) comenta que isso inclui organizações com boas práticas de governança corporativa, posto que, essas entidades fornecem aos analistas de negócios, melhores informações (qualitativas e quantitativas) que auxiliarão na apreciação dos riscos corporativos e na composição do portfólio.

De acordo com Asem e Alam (2015) e La Porta et al. (2000), com base na teoria da agência e seus preceitos, a assimetria informacional que existe entre os gestores das corporações e os acionistas externos, acaba induzindo as empresas de grande porte a enviar informações aos mercados financeiros, por meio do pagamento de dividendos, o que pode denotar grande valor na tomada de decisão.

No entanto, a interpretação dos sinais enviados em forma de dividendo não é suficiente para dirimir todas as dúvidas e dar a certeza final para se investir em um negócio, pois, o conteúdo informacional dos dividendos depende da governança corporativa do ente. A esse respeito, Noe e Rebello (1996) ponderam que, alterações parecidas na política de dividendos podem ter implicações distintas em entidades com diferentes níveis de proteção ao acionista.

Como pontuado por alguns autores (HEIDARY; JALILIAN, 2016; LA PORTA et al., 2000; MITTON, 2004), os dividendos podem ser uma ferramenta para mitigar o problema de agência. Pois, ao distribuir o fluxo de caixa livre como dividendos, a probabilidade de expropriação por parte dos gestores pode ser minimizada (LIN; CHEN; TSAI, 2016).

Contudo, há um mote de estudos indicando que os investidores entendem que quanto maiores forem os pagamentos de dividendos, maior será a assimetria informacional do ente. Em outras palavras, um cenário organizacional com um ambiente institucional fraco e uma grande assimetria de informação, insere os dividendos como um mecanismo de disciplina que reduz os custos da agência (LI; ZHAO, 2008; LIN; CHEN; TSAI, 2017). Contrariamente, a hipótese de sinalização sugere que existe uma relação positiva entre a assimetria de informações e os pagamentos de dividendos.

Diante das abordagens enumeradas, percebe-se que a governança corporativa provoca mudanças na política dos dividendos das empresas. Porém, nota-se que não há consenso nas pesquisas se esses efeitos são positivos ou negativos. Com isso, pode-se elaborar a seguinte hipótese da pesquisa:

**H1:** A governança corporativa influencia no pagamento de dividendos.

Em outra perspectiva, é possível ainda que a política de dividendos seja afetada por interesses da gestão e situação econômica da empresa (HANH et al., 2010), esse cenário remete a observação do ciclo de vida da

organização. Segundo Martinez e Bassetti (2016) as informações inerentes ao ciclo de vida das organizações são de grande relevância para um maior entendimento e qualidade da lucratividade da empresa, uma vez que, encontra-se dividido em estágios que a empresa se localiza baseados em informações financeiras evidenciadas.

Para Dickinson (2011) esse ciclo é dividido em diferentes fases que estão ligadas a alteração de padrões de fluxo de caixa, resultantes de atividades realizadas pela empresa. Segundo Lippitt e Schmidt (1967) essas fases são nascimento, juventude e maturidade, enquanto Miller e Friesen (1984) veem os estágios como nascimento, crescimento, maturidade e renascimento, para Jenkins, Kane e Velury (2004) as organizações passam pelo estágio de crescimento, maturidade e estagnação. Dickinson (2011) aponta cinco fases de vida de uma empresa, quais sejam: fase de nascimento/introdução, crescimento, maturidade, turbulência (shake-out) e declínio. Segundo Reis, Campos e Pasquine (2017) dentro do que os autores evidenciam, denota-se sempre uma fase de alto crescimento e outra de baixo crescimento (maturidade).

O ciclo de vida aponta-se como fator determinante em campos distintos da administração financeira, como o pagamento de dividendos (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006), perfil de planejamento (FREZATTI et al, 2010), adoção da contabilidade de custos baseada em atividades (KALLUNKI ; SILVOLA, 2008), determinantes da estrutura de capital (KAYO et al, 2004), emissão e recompra de ações (SEIFERT; GONENC, 2012), fusões e aquisições (OWEN; YAWSON, 2010), entre outros.

Ao longo dos anos, diversas pesquisas vêm incitando a temática ciclo de vida e política de dividendos. Gup e Agrawal (1996) evidenciaram que o ciclo de vida pode ser uma ferramenta de grande importância no estudo das políticas financeiras de uma organização. Salsa (2010) apresenta diversos fatores determinadores da política de distribuição de resultados, dentre esses, tem-se a estrutura de propriedade e de gestão, assimetria na informação e as fases

do ciclo de vida. Ahmed e Kuobaa (2013) mostraram em seus estudos que o estágio inicial do ciclo de vida constitui-se como uma fase crítica, refletindo em uma exigência maior da capacidade da gestão do que as demais fases.

Segundo De Angelo e De Angelo (2006), Fama e French (2001) e Grullon et al. (2002) as explicações inerentes ao ciclo de vida e o pagamento de dividendos antecipados dependem da situação de trade-off evidenciada e os custos de manutenção. Ademais, o endividamento ou lucratividade das organizações podem interferir nos estágios de vida quanto a tomada de decisão considerando fatores relacionados as condições que a empresa se encontra (REIS; CAMPOS; PASQUINE, 2017).

Estudos mostram que empresas mais jovens, ou seja, aquelas em seu estágio de introdução, ou em alto grau de crescimento pagavam menos dividendos do que as empresas mais consolidadas no mercado (maduras) (LINTNER, 1956). Nessa perspectiva, as empresas mais jovens tendem a reinvestir todo o seu fluxo de caixa livre visando alavancar o crescimento de forma mais rápida (RINK et al., 1999; SCOTT; BRUCE, 1987), enquanto, companhias em um estágio de maturidade apresentam maior distribuição de dividendos (LINTNER, 1956).

Conforme assevera Moreira, Tambosi Filho e Garcia (2010) a política de pagamentos de uma empresa é analisada pelos investidores, que ponderam o estágio de maturidade da organização e capital necessário, entre outros atributos. Segundo Miller e Friesen (1984) este estágio é caracterizado por apresentar uma maior estabilidade, onde já foi denotado um crescimento relevante da empresa. Para Gup e Agrawal (1996), Rink et al. (1999), Scott e Bruce (1987), outro elemento representativo nesse contexto devido a um investimento menor é o excesso de fluxo de caixa, sendo atribuído para melhor classificação de créditos das organizações e distribuído como forma de dividendos.

Já as empresas que se encontram na fase de declínio apresentam suas vendas e lucros minimizados (STEINER, 1969), desta forma, refletindo no investimento de capital denotado,

tendendo a aplicarem seus recursos em novos produtos, uma vez que necessitam de um equilíbrio financeiro (GUP; AGRAWAL, 1996; RINK et al., 1999). Ressalta-se que o declínio não significa necessariamente a falência da empresa, ao passo que, organizações podem sofrer mudanças e um rápido aumento de vendas em qualquer fase, interferindo no seu estágio de vida (CANDIMBA, 2015; GUP; AGRAWAL, 1996).

Assim, tendo por embasamento as considerações explicitadas, e levando em consideração as fases de vida evidenciadas por Dickinson (2011), elaborou-se a proposta de modelo teórico que fundamenta esta hipótese (Figura 1).

**Figura 1** - Influência do ciclo de vida no pagamento de dividendos



**Fonte:** Elaborado pelos autores com base na revisão da literatura.

Conforme assevera a figura 1, pressupõe-se que o pagamento de dividendos tende a ser menor em empresas que se encontram em estágio inicial de vida, aumenta na medida que está aponta crescimento, apresenta ápice quando a organização está madura, e tende a diminuir quando se considera a existência de momentos de turbulência e declínio no ciclo de vida evidenciado. Desta feita, pode-se elaborar a seguinte hipótese:

**H2:** As fases de ciclo de vida das empresas influenciam na proporção de dividendos distribuídos.

### 3. MATERIAIS E MÉTODOS

A partir das características da investigação, que tem como objetivo verificar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos das 100 maiores empresas brasileiras, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa. A pesquisa descritiva denota aspectos inerentes a determinada população ou fenômeno específico (GRAY, 2012), neste estudo, explorando no contexto da governança corporativa, ciclo de vida e política de dividendos, utilizando de procedimento documental, com a análise de diferentes tipos de documentos (MINAYO, 2010) e abordagem quantitativa, ao passo que faz uso de análise estatística para interpretação dos resultados (SAMPLIERI; COLLADO; LÚCIO, 2013).

A população da pesquisa compreende as 100 maiores empresas listadas na B3, de acordo com o ranking da Revista Maiores e Melhores, edição 2018, onde consideram essa posição pelo valor de mercado das companhias. A composição da amostra consiste nas empresas que evidenciaram a maioria das informações para a construção das variáveis, compreendendo o interregno de 2015 a 2017. Destarte, resultando em uma amostra constituída por 94 empresas.

Nesse contexto, foram utilizados dados financeiros retirados do banco de dados Economatica®,

além de informações para a construção do índice de governança corporativa retirados dos Formulários de Referência disponíveis no Web-site da B3.

No Quadro 1, denota-se a descrição, fontes e o suporte teórico utilizados na pesquisa, bem como a classificação das variáveis em dependente, independentes e de controle.

**Quadro 1** - Variáveis utilizadas na pesquisa

<b>Variável Dependente</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Descrição</b>	<b>Fonte de Coleta</b>	<b>Suporte teórico</b>
Pagamento de dividendos ( <i>payout</i> )	Dividendo em relação ao lucro líquido	Economatica <sup>®</sup>	Adjaoud e Ben-Amar (2010); Cao, Duo e Hansen (2017).
<b>Variáveis Independentes</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Descrição</b>	<b>Fonte de coleta</b>	<b>Suporte teórico</b>
Governança corporativa (GC)	Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)	Web-Site B3 – Formulário de referência.	Almeida <i>et al.</i> (2018); Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); Cunha e Piccoli (2017); Correia, Silva e Martins (2016).
Ciclo de vida (CV)	Fluxo de caixa - modelo de Dickinson (2011)	Economatica <sup>®</sup>	Oliveira e Girão (2018); Ribeiro, Carneiro e Scherer (2018).
<b>Variáveis de Controle</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Descrição</b>	<b>Fonte de Coleta</b>	<b>Suporte teórico</b>
Tamanho da empresa	Logaritmo natural ativo total	Economatica <sup>®</sup>	Adjaoud e Ben-Amar (2010); Baba (2009); Cao, Duo e Hansen (2017).
Rentabilidade	Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido	Economatica <sup>®</sup>	Geiger e Makri (2006); Gonçalves, Veit e Monteiro (2013); Lima e Carmona (2011).
Endividamento	Relação entre o passivo total e o ativo total	Economatica <sup>®</sup>	De Angelo, De Angelo, Stulz (2006); Denis e Stepanyan (2009).
Idade	Diferença entre o ano base (2017) e o ano da constituição	Formulário Cadastral	Farias (2012); Santos, Vasconcelos e De Luca (2015).

**Fonte:** Dados da pesquisa (2019).

Em relação a política de dividendos, verifica-se no Quadro 1 que foram utilizadas como proxies o pagamento de dividendos (*payout*), onde representa os dividendos em relação ao lucro líquido, considerando informações sobre os dividendos coletadas no banco de dados Economatica<sup>®</sup>, denotada como variável dependente.

A governança corporativa e o ciclo de vida apresentam-se como variáveis independentes, a primeira é estabelecida através de um índice, enquanto o ciclo de vida corresponde ao modelo evidenciado por Dickinson (2011) em que considera o fluxo de caixa das empresas. Alinhado a literatura, o estudo tem como variáveis de controle: o tamanho da empresa caracterizado pelo logaritmo natural do ativo total (CAO; DUO; HANSEN, 2017), a rentabilidade evidenciada através do ROE que é calculado pela Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (LIMA; CARMONA, 2011), endividamento mensurado pela relação entre o passivo total e o ativo total (DENIS, STEPANYAN, 2009) e idade que consiste na diferença entre o ano de referência e da data de constituição (SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015).

O índice de medida de governança corporativa baseado na literatura e em trabalhos recorrentes pode ser observado na Quadro 2.

**Quadro 2 - Índice de governança corporativa**

<b>Índice de governança corporativa</b>			
Composição do conselho	Número de membros (entre 5 e 9 membros), independência do conselho e dualidade do CEO	Formulário de referência Item 12.6/8	Almeida <i>et al.</i> (2018); Catapan, Colauto e Barros (2013); Dani <i>et al.</i> (2017).
Auditoria	Possui comitê de auditoria com no mínimo três membros e independência do conselho de auditoria	Formulário de referência Item 12.7/8	Catapan, Colauto e Barros (2013); Correia, Silva e Martins (2016).
Outros comitês	Comitê de remuneração, nomeação ou governança corporativa	Formulário de referência Item 12.7/9	Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017); Bekiris e Doukakis (2011); Catapan, Colauto e Barros (2013).
<i>Free float</i>	Mais de 25% das ações em oferta pública (ações ordinárias) – Percentual de <i>free float</i>	Formulário de referência Item 15.3	Almeida <i>et al.</i> (2018); Catapan, Colauto e Barros (2013); Correia, Silva e Martins (2016).
Controle e conduta	Identificação de medidas anti <i>take over</i> , concessão de <i>tag along</i>	Formulário de referência Item 18.1	Correia, Silva e Martins (2016); Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017).
Incentivos aos administradores	Informações sobre programas de participação nos lucros e planos de incentivo, seja na forma de bônus ou compra	Formulário de referência Item 13	Correia, Amaral e Louvet (2011); Correia, Silva e Martins (2016); Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017).
Governança corporativa	Verificação da empresa listada em nível diferenciado de governança corporativa conforme a B3	Web- Site da B3	Catapan, Colauto e Barros (2013); Correia, Silva e Martins (2016); Cunha e Piccoli (2017).

**Fonte:** Dados da pesquisa (2019).

O referido índice considera 7 determinantes das práticas de governança corporativa nesta investigação, através da composição do conselho, auditoria, outros comitês, estrutura de propriedade, controle e conduta, incentivos aos administradores e governança corporativa. Quando da verificação desses determinantes nas fontes de coleta indicadas, atribuiu-se o valor “1”; em caso contrário, atribuiu-se o valor “0”. Foram somados os resultados dos determinantes, e o valor total foi equacionado pelo resultado máximo possível obtível por cada empresa (7 pontos). Dessa razão, extraiu-se um índice de aderência às boas práticas de governança, que se encontra no intervalo fechado entre 0 e 1.

Para identificar a influência do ciclo vida e a política de dividendos, utilizou-se o modelo de Dickinson (2011) que baseia-se no fluxo de caixa (operacional, investimento e financiamento) evidenciado pelas organizações para identificar o estágio de ciclo de vida em que a empresa se encontra, que pode ser dividido em: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio, coletados do Economatica®. O Quadro 3, corresponde ao Modelo de Dickinson (2011) para mensuração do ciclo de vida das empresas:

### Quadro 3 - Modelo de Dickinson

Fluxo de Caixa	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
Operacional	-	+	+	(+/-)	-
Investimento	-	-	-	(+/-)	+
Financiamento	+	+	-	(+/-)	(+/-)

**Fonte:** Adaptado de Dickinson (2011).

O modelo de Dickinson (2001) apresenta-se como um elemento robusto que procura desenvolver uma proxy do ciclo de vida com o fluxo de caixa operacional, para entender o comportamento da firma no estágio do ciclo de vida (PINHEIRO; SILVA; ARAUJO, 2013).

Na operacionalização o ciclo de vida, por ser uma variável categórica, será convertida pelo estágio apresentado, ao estágio nascimento será atribuído 1, estágio crescimento 2, estágio maturidade 3, estágio declínio 4, e as demais que não se enquadram nos estágios anteriores será a turbulência representado pelo 0.

Para análise dos dados, inicialmente foi realizada uma análise descritiva das variáveis da pesquisa, com o objetivo de tornar as informações de estudo mais compreensivas (STEVENSON, 2010). Em seguida, para o atendimento do objetivo do estudo, realizou-se uma regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado, a qual permite analisar fatores que possivelmente afetam a variável dependente considerando que existem dados faltantes por observação ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2010), destarte, tendo a variável dependente representada pela política de dividendos, payout, enquanto as variáveis independentes são representadas por governança corporativa e ciclo de vida, considera-se também as variáveis de controle, quais sejam: tamanho, rentabilidade, endividamento e idade. Os dados foram organizados em painéis não balanceados, levando-se em consideração uma amostra com 94 companhias para um período de três anos.

Dessa forma, o modelo econométrico do estudo consiste:

$$\text{PAYOUT}_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \text{GC}_{ij} + \beta_2 \text{CV}_{ij} + \sum \beta_3 \text{-4CONTR}_{ij} + u_{ij}$$

Em que:

PAYOUT<sub>ij</sub> representa o pagamento de dividendo; GOV consiste na governança corporativa das empresas; CV é o ciclo de vida; CONTR<sub>ij</sub> são as variáveis de controle do modelo econométrico, relativas à empresa i no período j representadas por tamanho (TAM), rentabilidade (ROE), endividamento (END) e idade (IDADE);  $\beta_0$  é o intercepto; e  $u_{ij}$  o termo de erro estocástico da regressão em painel.

Para a escolha mais significativa estatisticamente do modelo realizou-se o teste de Chow, utilizado para o modelo Pool e modelo dos efeitos fixos. Em seguida, o teste LM de Breush-Pagan, modelo Pool e modelo dos efeitos aleatórios e o teste de Hausman, para o efeito fixo e o efeito aleatório. A fim de detectar a autocorrelação e heterocedasticidade realizou-se o teste Wooldridge e o teste de Wald.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Inicia-se a análise dos dados apresentando a estatística descritivas da variável dependente (payout), independentes (ciclo de vida e governança corporativa) e de controle (tamanho, rentabilidade, endividamento e idade) evidenciados na Tabela 1.

**Tabela 1** - Estatística descritiva das variáveis

Estatística Descritiva	Variáveis						
	PAYOUT	GC	CV	TAM	ROE	END	IDAD
Nº de observações	277	272	280	277	277	277	282
Média	0,1347	0,7521	2,3428	16,6057	0,1963	0,6005	39,5194
Mínimo	0	0	0	10,8668	0,0005	0,1002	3
Máximo	2,0158	1	4	21,1310	2,1571	1,4168	145
Desv. Padrão	0,2256	0,2712	1,0037	1,5753	0,2776	0,1925	29,0718
Coef. Variação	1,6748	0,3606	0,4284	0,0949	1,4142	0,3206	0,7356

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2019).

Na Tabela 1, observa-se que a idade (IDADE) da empresa apresenta maior média (39) de um intervalo de 3 a 145 anos, denotando também como uma das mais homogêneas (0,7356). Em contrapartida, o pagamento de dividendos (PAYOUT) mostra-se como uma das variáveis mais heterogêneas (1,6743) já a Governança Corporativa (GC) apresenta-se mais homogênea (0,3606), enquanto o Ciclo de Vida (CV) denota ser homogêneo (0,4284) e média razoável quanto aos estágios das organizações (2,3428).

Desta forma, é possível constatar que alguns dados apontam uma dispersão, observando o desvio padrão como parâmetro da média. Na variável Payout e Rentabilidade (ROE), o coeficiente de variância, é maior que 1, refletindo assim a variabilidade no pagamento de dividendo e da rentabilidade da amostra. No ciclo de vida, percebe-se que a média da amostra se encontra, aproximadamente, no estágio crescimento e que no período de 2015 a 2017, todos os estágios são evidenciados, pois o mínimo é o estágio turbulência e o máximo é o declínio, apresentados por 0 e 4, respectivamente.

Considerando a amostra concretizada por organizações com maior valor de mercado, acreditava-se que estas se encontrariam nos estágios de crescimento ou maturidade, ao passo que, são organizações consolidadas. No entanto, outros estágios de vida denotaram participação dentro do período estudado, conforme pode ser observado na Tabela 2.

**Tabela 2** - Frequência dos estágios do ciclo de vida

Estatística Descritiva	Estágios/Fases do Ciclo de Vida					
	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Declínio	Turbulência	TOTAL
Frequência	16	71	158	6	29	280
Porcentagem	5,7	25,4	56,4	2,1	10,4	100

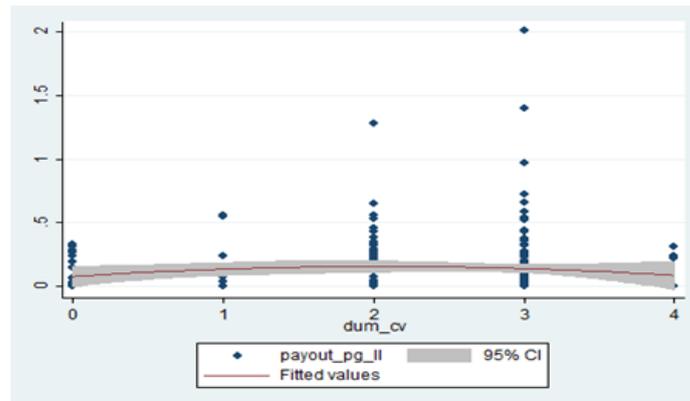
**Fonte:** Elaborado pelos autores (2019).

Na Tabela 2, infere-se que grande quantidade das empresas analisadas (56%) apontou passar pelo o estágio de maturidade, apresentando destaque também para o número de organizações que passaram pela fase de crescimento (25%). Os estágios estão relacionados com as estratégias adotadas pelas empresas com base no fluxo de caixa, refletindo na lucratividade e rentabilidade da organização (MARTINEZ; BASSETTI, 2016). Tendo em vista que 20% representam os outros estágios, estes podem influenciar na variabilidade do pagamento de dividendos (PAYOUT) e da rentabilidade, como instrumentos determinantes neste campo da administração financeira (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006).

A análise da influência dos estágios do ciclo de vida em relação ao pagamento de dividendos

é mostrada na Figura 2, onde apresenta-se a constante (0), ou seja, fase de turbulência, o estágio nascimento (1), crescimento (2), maturidade (3) e declínio (4).

**Figura 2** - Influência dos estágios do ciclo de vida no pagamento de dividendos



**Fonte:** Elaborado pelos autores (2019).

Nota-se na Figura 2, que as fases de ciclo de vida das empresas influenciam na proporção de dividendos distribuídos, onde observa-se que o maior pico no estágio maturidade (3) das organizações, conforme apresentado nos estudos de Rink et al. (1999), Scott e Bruce (1987), Gup e Agrawal (1996) que justificaram esse fator por apontar que nesta fase, a empresa apresenta um maior fluxo de caixa, desta forma, podendo refletir na distribuição de dividendos. Destoando dos achados de Salsa (2009), que empresas mais maduras não podem ser associadas a um maior pagamento de dividendos.

Percebe-se que as organizações em estágio inicial (1) pagam menos dividendos que empresas mais consolidadas conforme assevera Lintner (1956), este fator pode ser motivado por estas organizações buscarem crescimento, deste modo, reinvestido seus lucros para uma maior alavancagem do negócio.

Nota-se também que aquelas que estão no estágio de turbulência (0) ou declínio (4) possuem as menores proporções de distribuição de dividendos, como evidenciado por Steiner (1969), podendo ser resultado de uma política mais voltada para a reestruturação do negócio, uma vez que, podem reinvestir seus recursos no desenvolvimento e venda de novos produtos, em busca de um reestabelecimento e equilíbrio financeiro (GUP; AGRRAWAL, 1996; RINK et al., 1999).

Na Tabela 3, observa-se a análise do modelo proposto para verificar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos. Para determinar o modelo, foram observados Regressão Pooled, Efeitos fixos e Efeitos aleatórios. Realizou-se o teste Chow para identificar qual o modelo (Pool ou Efeitos fixos). Em seguida, o teste de LM de Breusch-Pagan, (para Pool e Efeitos aleatórios), e por último o Teste de Hausman, apontando o Efeito aleatório como o mais representativo.

**Tabela 3** - Análise da Regressão Linear Múltipla do pagamento de dividendos em relação a governança corporativa e o ciclo de vida

Modelo (PAYOUT)					
Estimação	Efeitos Aleatórios				
Variáveis	Coef.	Std. Err.	T	Sig.	95% conf. Interval
GC	-0,2868053	0,728246	-3,94	0,000*	-0,4295389 -0,1440716
CV	0,0220409	0,0119031	1,85	0,064***	-0,0012888 0,0453706
TAM	0,0190402	0,0146117	1,30	0,193	-0,0095982 0,0476786
ROE	-0,0848137	0,0574082	-1,48	0,140	-0,1973317 0,0277044
END	0,0816825	0,0574082	0,78	0,434	-0,1231173 0,2864823
IDADE	-0,000086	0,0007215	-0,12	0,905	-0,0015002 0,0013282
Constante	-0,0358829	0,2356414	-0,15	0,879	-0,4977316 0,4259658
Wald Chi <sup>2</sup>	23,87*				
P-value	0,0006				
R <sup>2</sup>	0,1072				

**Nota:** \*significante a 1%; \*\*significante a 5%; \*\*\*significante a 10%.

**Fonte:** Elaborada pelos autores (2019).

Com base na Tabela 3, nota-se pelo teste de Wald Chi<sup>2</sup> que o modelo apresenta significância de 1%. Observa-se também que o valor-p é menor a 0,05, com isso o modelo ajuda a prever a variável pagamento de dividendos (PAYOUT). As variáveis independentes explicam a variável dependente, na qual a Governança Corporativa (GC) é estatisticamente significativa a um nível de 1% e Ciclo de Vida (CV) apresenta-se significativa de forma positiva a um nível de 10%. As variáveis de controle Tamanho, Rentabilidade, Endividamento e Idade não foram estatisticamente significantes, ao passo que o valor-p foi maior 0,05.

Diante dos resultados, percebe-se que a Governança Corporativa influencia na Política de Dividendos, corroborando com afirmações inerente aos estudos de Fuenzalida (2013) e Esqueda (2016). Entretanto essa influência é apontada como negativa, onde infere-se que quanto maior o nível de governança corporativa menos as empresas pagarão dividendos, este fato pode ser explicado em consonância a estudos como de Li, Zhao (2008) e Lin, Chen, Tsai (2017) onde apontam que o cenário organizacional em que a empresa se localiza possui relação na política de dividendos, ao passo que em um ambiente com maior assimetria de informações como em empresas que se encontram em menores níveis de governança, denota-se um maior pagamento de dividendos como um mecanismo utilizado na redução de problemas de agência, conforme pode ser explicado na Teoria da Agência (HEIDARY; JALILIAN, 2016; LA PORTA et al., 2000).

Os resultados ainda mostram a influência positiva do ciclo de vida das organizações, o que vai de encontro com o que os estudos de De Angelo, De Angelo e Stulz (2006) e com a pesquisa de Thanatawee (2011) onde considerando esse elemento, mostrou que as empresas que apresentam resultados positivos, em crescimento e com maiores fluxos de caixa livres tendem a distribuir maiores níveis de dividendos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em busca de verificar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida na política de dividendos das empresas brasileiras, foram investigadas as 100 maiores companhias de capital aberto segundo o ranking divulgado na revista Exame Melhores e Maiores, edição 2018, no interregno de 2015 a 2017.

Diante das análises realizadas, constatou-se que a maior parte das empresas estudadas (56%) apontou passar pelo o estágio de vida maturidade, deste modo, percebe-se que diante de uma amostra intitulada como empresas de maior valor de mercado, considera-se que sejam empresas mais estabilizadas, nesse interim, denotando serem maduras e de grande crescimento (MILLER; FRIESEN, 1984).

O objetivo do estudo foi atendido por meio da aplicação de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado, onde pôde-se constatar que a Governança Corporativa e o Ciclo de Vida das empresas podem explicar a Política de Dividendos de forma significativa, a primeira influenciando negativamente, enquanto a segunda positivamente no pagamento de dividendos.

Diante de tais elementos, conclui-se que quanto maior o nível de governança corporativa menos as empresas pagarão dividendos. Deste modo, podendo ser explicado pela Teoria da Agência, ao passo que percebe-se que o ambiente organizacional em que a empresa está inserida influencia na distribuição de seus lucros conforme assevera Noe e Rebello (1996), assim podendo ser considerado um fator estratégico utilizado pelas organizações com ambientes institucionais mais fracos para diminuir problemas de agência (LA PORTA et al., 2000; HEIDARY; JALILIAN, 2016). Enquanto empresas em níveis mais elevados de governança corporativa sofrem maiores exigências (SILVA; SANTOS, 2016) podendo interferir nesse fator.

Denota-se também a influência positiva do Ciclo de Vida das organizações ao se considerar os estágios nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio, apresentando maior pagamento de dividendos, nas fases de crescimento e maturidade, onde as empresas passam por um período de maior fluxo de caixa e segurança financeira (RINK et al. 1999; SCOTT; BRUCE, 1987; GUP; AGRAWAL, 1996), desta forma, refletindo em grandes remunerações aos seus acionistas e denotando o ciclo de vida como uma importante ferramenta quanto as políticas financeiras de uma organização (GUP; AGRAWAL, 1996).

A discussão e resultados do estudo avançam no conhecimento de fatores antecedentes, tonando capaz de influenciar o engajamento das empresas na distribuição de riqueza aos acionistas, contribuindo para maiores avanços teóricos diante da temática e denotando grande aplicabilidade na tomada de decisão de investidores e gestores organizacionais.

Dentro da análise realizada, apresenta-se como fatores de limitações do estudo o número de empresas exploradas, ao passo que considera apenas as 100 maiores companhias e o período temporal de três anos. Como sugestões para pesquisas futuras aponta-se a análise da relação ou influência de outros fatores relevantes de forma isolada como estrutura de propriedade, investidores institucionais estrangeiros com a política de dividendos, além da ampliação da amostra e dos anos estudados.

---

## REFERÊNCIAS

- ADJAOUD, F.; BEN-AMAR, W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 37, n. 5-6, p. 648-667, 2010.
- AHMED, S. Z. F.; KOUBAA, M. B. Core competencies and phases of the organizational life cycle. **International Journal of Business and Management Studies**, v. 5, n. 1, p. 461-473, 2013.
- ALMEIDA, F. T. D.; PARENTE, P. H. N.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. D. Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, 2018.
- ASEM, E.; ALAM, S. Market movements and the excess cash theory. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 55, p. 140–149, 2015.
- ASSUNÇÃO, R. R.; DE LUCA, M. M. M.; DE VASCONCELOS, A. C. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 213-228, 2017.
- BABA, Naohiko. Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 2, p. 163-174, 2009.
- BAKER, H.K.; SINGLETON, J.C.; VEIT, E.T. **Survey Research in Corporate Finance**. Oxford University Press, 2011.
- BEKIRIS, Fivos F. V.; DOUKAKIS, Leonidas L. C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n. 7, p. 439-456, 2011.
- BLACK, F. The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 1, p. 1–22, 1976.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of financial economics**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974.
- BOOTH, L.; ZHOU, J. Dividend policy: A selective review of results from around the world. **Global Finance Journal**, 2017.
- CALISKAN, D.; DOUKAS, J. A. CEO risk preferences and dividend policy decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 35, p. 18-42, 2015.
- CANDIMBA, C. E. N. **A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas**. Tese de Doutorado. Instituto Politécnico de Setúbal, 2015.
- CAO, L.; DU, Y.; HANSEN, J. Ø. Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. **International Business Review**, 2017.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, 2013.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CORREIA, T. S.; SILVA, M. N. F.; MARTINS, O. S. Qualidade da governança corporativa das empresas no mercado brasileiro de capitais. **ConTexto**, v. 16, n. 33, p. 4-19, 2016.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, J. W. Ownership Concentration Affects Dividend Policy of the Brazilian Firm. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, p. 1-22, 2016.

CUNHA, P. R.; PICCOLI, M. R. Influence of board interlockin gonearnings management. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179-196, 2017.

DANI, A. C.; KAVESKI, I. D. S.; DOS SANTOS, C. A.; LEITE, A. P. P.; DA CUNHA, P. R. Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 29-47, 2017.

DE ANGELO, H.; DE ANGELO, L.; STULZ, R. M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial economics**, v. 81, n. 2, p. 227-254, 2006.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.

DENIS, D.; STEPANYAN, G. Factors Influencing Dividends. In: BAKER, H. K.; KOLB, R. W. **Dividends and dividends policy**. Hoboken: J. Wiley, Cap. 4, p. 55-69, 2009.

DICKINSON, V. Cash flowpatterns as a proxy for firm lifecycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.

ERKAN, A.; FAINSHMIDT, S.; JUDGE, W. Q. Variance decomposition of the country, industry, firm, and firm-year effects on dividend policy. **International Business Review**, v. 25, n. 6, p. 1309-1320, 2016.

ESQUEDA, O. A. Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 59, p. 186-199, 2016.

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

FILATOTCHEV, I.; TOMS, S.; WRIGHT, M. The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2, n. 4, p. 256-279, 2006.

FRANKFURTER, G. M.; KOSEDAG, A.; CHIANG, K.; COLLISON, D.; POWER, D. M.; SCHMIDT, H.; TOPALOV, M. A comparative analysis of perception of dividends by financial managers. **Research in International Business and Finance**, v. 18, n. 1, p. 73-114, 2004.

FREZATTI, F.; SORDI RELVAS, T. R.; NASCIMENTO, A. R. D.; RODRIGUES JUNQUEIRA, E.; SOUZA BIDO, D. D. Perfil de planejamento e ciclo de vida organizacional nas empresas brasileiras. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 45, n. 4, 2010.

FUENZALIDA, D.; MONGRUT, S.; ARTEAGA, J. R.; ERAUSQUIN, A. Good corporate governance: Does it

pay in Peru?. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 10, p. 1759-1770, 2013.

GEIGER, S. W.; MAKRI, M. Exploration and exploitation innovation processes: The role of organizational slack in R & D intensive firms. **The Journal of High Technology Management Research**, v. 17, n. 1, p. 97-108, 2006.

GONÇALVES FILHO, C.; VEIT, M. R.; MONTEIRO, P. R. R. Inovação, estratégia, orientação para o mercado e empreendedorismo: identificação de clusters de empresas e teste de modelo de predição do desempenho nos negócios. **RAI Revista de Administração e Inovação**, v. 10, n. 2, p. 81-101, 2013.

GRAY, David E. **Pesquisa no mundo real**. 2 ed. Porto Alegre: Penso, 2012.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity?. **The Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, 2002.

GUP, E. B.; AGRAWAL, P. The Product Life Cycle: The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. **Financial Practice and Education**, fall/winter, 1996.

HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J.; NOSSA, V. 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.

HEIDARY, M.; JALILIAN, O. Review of corporate governance and payment policies for approved companies on the Tehran Stock Exchange. **Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences**, 2016.

HUANG, W.; PAUL, D. L. Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 64, p. 152-161, 2017.

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

JENKINS, D. S.; KANE, G. D.; VELURY, U. The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregate earnings components. **Review of Accounting and Finance**, v. 3, n. 4, p. 5-20, 2004.

KALLUNKI, J.; SILVOLA, H. The effect of organization allife cyclestage on the use of activity-based costing. **Management accounting research**, v. 19, n. 1, p. 62-79, 2008.

KATO, K.; LOEWENSTEIN, U.; TSAY, W. Voluntary dividend announcements in Japan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 5, p. 167-193, 1997.

KAYO, E.K.; FAMÁ, R.; NAKAMURA, W.T., MARTIN, D.M.L. Estrutura de capital e criação de valor: os determinantes da Estrutura de capital em diferentes fases de crescimento das Empresas. **Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v.10, n.3, mai-jun 2004.

KAŹMIERSKA-JÓŹWIAK, B. Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. **Procedia Economics and Finance**, v. 23, p. 473-477, 2015.

KHAN, N. U.; JEHAN, Q. U. A. S.; SHAH, A. Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan. **Research in international business and Finance**, v. 42, p. 365-375, 2017.

KHAN, N. U.; JEHAN, Q.; SHAH, A. Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 365-375, 2017.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, 55, 1–33, 2000.

LI, K.; ZHAO, X. Asymmetric information and dividend policy. **Financ. Manage.** (winter), v. 37, n. 4, p. 673-694, 2008.

LIMA, A.; CARMONA, C. Determinantes da formação do capital intelectual nas empresas produtoras de tecnologia da informação e comunicação. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 12, n. 1, 2010.

LIN, T.; CHEN, Y.; TSAI, H. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, v. 20, p. 1-12, 2017.

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

LIPPITT, G. L.; SCHMIDT, W. H. Crises in a developing organization. **Harvard Business Review**, 1967.  
MARTINEZ, A. L.; BASSETTI, M. Ciclo de vida das empresas, book-tax differences e a persistência nos lucros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 10, n. 2, 2016.

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. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **the Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MINAYO, M. C. S. **O desafio do conhecimento: Pesquisa qualitativa em saúde** (12<sup>th</sup> ed.). São Paulo, Brazil: Hucitec. Minayo, 2010.

MITTON, Todd. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 5, n. 4, p. 409-426, 2004.

NOE, T. H.; REBELLO, M. J. Asymmetric information, managerial opportunism, financing, and payout policies. **The Journal of Finance**, v. 51, p. 637–660, 1996.

OLIVEIRA, A. S.; GIRÃO, L. F. A. P. Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 12, n. 1, 2018.

OLIVEIRA, D. D. M. Desempenho e Governança Corporativa: Uma Análise Econômico-Financeira das empresas que aderiram ao segmento “Bovespa Mais” da B3 SA. *Pensar Contábil*, Rio de Janeiro, v. 21, n. 74, p. 24-33, jan/abr. 2019.

OWEN, S.; YAWSON, A. Corporate life cycle and M&A activity. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 2, p. 427-440, 2010.

PAPADOPOULOS, D. L.; CHARALAMBIDIS, D. P. Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in erspective. **Journalof Financial Management &Analysis**, v. 20, n. 2, 2007.

PINHEIRO, R. W.; SILVA, W. A. C.; ARAÚJO, E. A. T. Análise conjunta do ciclo de vida e da longevidade empresarial: um enfoque em indústria, comércio e agronegócio. **Revista de Negócios**, v. 18, n. 3, p. 37-57, 2013.

PORTA, R. L.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

REIS, R. T.; CAMPOS, A. L. S.; PASQUINI, E. S. A influência dos determinantes da estrutura de capital conforme o estágio do ciclo de vida das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 127-142, 2017.

REYNA, J. M. S. M. Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. **Contaduría y Administración**, 2017.

RIBEIRO, Alexandrino. Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na EuronextLisbon. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 9, n. 1-2, p. 15-25, 2010.

RIBEIRO, F.; CARNEIRO, L. M.; SCHERER, L. M. Ciclo de Vida e Suavização de Resultados: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 63-79, 2018.

RINK, D. R.; RODEN, D. M.; FOX, H. W. Financial management and planning with the product life cycle concept. **Business Horizons**, v. 42, n. 5, p. 65-65, 1999.

SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 300-319, 2015.

SCOTT, M.; BRUCE, R. Five stages of growth in small business. **Long range planning**, v. 20, n. 3, p. 45-52, 1987.

SEIFERT, B.; GONENC, H. Creditor right sand R&D expenditures. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 1, p. 3-20, 2012.

---

SILVA, F. B.; SANTOS, D. F. L.; RODRIGUES, S. V. Desempenho comparativo de empresas com governança corporativa entre os setores bancário e industrial / comparative performance of companies stock with corporate governance between banking and industrial sectors. **RAUnP**, v. 8, n. 2, p. 48-65, 2016.

STEINER, G.A. **Top Management Planning**. 1. ed. New York: Macmillan Publishing Co., Inc., 1969.  
THANATAWEE, Y. Y. Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. 2011.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press, 2010.