

# **LA OBLIGATORIEDAD DEL PAGO DE DIVIDENDOS EN LAS EMPRESAS BRASILEÑAS: UNA EVIDENCIA EMPÍRICA**

---

**JOSÉ MARÍA DA SILVA**

**Departamento de Ciencias Contabeis da Universidade Federal de Pernambuco –  
UFPE (Brasil)**

jose.msilva@hotmail.com

---

## **RESUMEN**

En este trabajo se analiza empíricamente el comportamiento de la política de dividendos de las empresas brasileñas en el año 2002. Los resultados indican que, a pesar de la distribución de dividendos en el Brasil ser obligatoria, los repartos efectuados a los accionistas por gran parte de las empresas estudiadas, son superiores a los legalmente exigidos. La conclusión indica que los resultados son compatibles con los hallazgos de Daniel (1998) y Oliveira (2002), lo que viene a comprobar una vez más, que la política de dividendos continua siendo un verdadero rompecabezas todavía sin solución.

**PALABRAS CLAVE:** Dividendos, costes de agencia, entorno legal, Brasil

## **ABSTRACT**

**THE OBLIGATORY NATURE OF THE PAYMENT OF DIVIDENDS IN THE BRAZILIAN COMPANIES: AN EMPIRICAL EVIDENCE**

In this paper the behaviour of the policy of dividends of Brazilian companies in 2002, is empirically analyzed. The results indicate that, despite the payouts of dividends in Brazil being compulsory, the distributions conducted to the shareholders, by great part of the studied companies, are superior to what is legally demanded. The conclusion indicates that it is compatible with the findings from Daniel (1998) and Oliveira (2002), which, once again, proves that the policy of dividends remains being a great puzzle which has not been solved yet.

## 1- INTRODUCCIÓN.

La política de distribución de dividendos continúa siendo una de las más relevantes decisiones financieras a ser tomadas por las empresas, porque establece el flujo de efectivo a los accionistas y los recursos retenidos para reinversión. Para algunos autores los dividendos contribuyen a la creación de valor, para otros todo lo contrario, todavía están los que defienden su irrelevancia. Ante esta diversidad de opiniones la solución del problema permanece latente, lo que ha llevado a Brealey y Myers (2003) a incluir la política de dividendos en “lo que no sabemos en finanzas”, en su moderno manual de teoría financiera “Principios de Finanzas Corporativas”, permaneciendo todavía el *tema* abierto para nuevas investigaciones. El gran hallazgo será encontrar el valor que satisfaga la necesidad de retribución a los inversionistas y al mismo tiempo no comprometa el valor de las acciones de la empresa en el mercado, ya que ellos, los inversionistas, siguen atentamente las decisiones de pago de dividendos.

La decisión de aplicación del beneficio adquiere, pues, un enorme alcance en el entorno económico actual, cada vez más complejo y competitivo pues de una gestión eficiente del excedente empresarial se derivan resultados muy significativos para las empresas en el ámbito económico-financiero. Además, éstas deberán adoptar una política distributiva coherente con su situación actual y con sus expectativas futuras, persiguiendo una adecuada relación entre autofinanciación y retribución de los propietarios. Sin embargo, las firmas, a pesar de tener libertad en cuanto a la aplicación del beneficio como principio fundamental de las sociedades de capital, a la hora de decidir su asignación deben someterse a cumplir con un buen número de requisitos de diversa índole y naturaleza, por lo que dicha libertad no va a estar libre de algunas restricciones. Estas condiciones restrictivas pueden ser de origen legal, estatutario o contractual y afectan el reparto de dividendos.

## 2 – FUNDAMENTOS TEÓRICOS.

La llamada “tesis de los dividendos” planteada por Gordon (1959), que defendía la relevancia de los dividendos en el valor de las acciones y que consideraba que mayores repartos de beneficios líquidos dan lugar a mayores precios de los títulos de la empresa en el mercado, fue refutada posteriormente por Miller y Modigliani (1961) quienes consideran que, en un mercado de capitales perfectos y ya definida la política de inversión de la empresa, la política de dividendos es una decisión irrelevante. Muchas son las investigaciones surgidas intentando contribuir a resolver este rompecabezas, calificativo dado por Black (1976) a la política de los dividendos.

Los trabajos de Miller y Modigliani (1958,1961) defienden que, en un mundo sin imperfecciones, los flujos de tesorería de un proyecto de inversión son ajenos a la sus fuentes de financiación. Como

señalarán Azofra y Fernández (1999), estos estudios inician una nueva etapa en las finanzas, que se caracteriza por la aplicación del análisis de la microeconomía clásica a la resolución de los problemas existentes en las finanzas de las empresas y en los mercados de capitales. Desde esta perspectiva, la única fuente de valor son los proyectos de inversión que la empresa realiza y su consecuente capacidad para generar renta, no existiendo pues, la posibilidad de crear valor a través de la política de dividendos.

En resumen, la idea de MM sobre la irrelevancia de la política de dividendos supone un mercado financiero eficiente, lo que a su vez supone que las transferencias de valor derivadas de las variaciones en la política de dividendos se realizan en términos equitativos. La tasa de reparto de los beneficios de la empresa podría afectar al precio de las acciones si los accionistas no tuvieran otra manera de recibir las rentas de sus inversiones.

Ahora bien, si el mercado es eficiente, un accionista que necesita de dinero no tendría que vender acciones para conseguirlo. Si una empresa paga dividendos, el inversor podría eliminarlo o reducirlo comprando acciones en otra compañía. De esta manera cada inversor podría diseñar su propia política de dividendos sin importarle cual es la de la empresa, por ello se puede deducir que ésta última es irrelevante para el accionista y, por lo tanto, no afectará el precio de mercado de las acciones de la empresa.

Para Gordon (1959) y Lintner (1956) esto no es así, sino que la tasa de rendimiento(s) aumenta al reducirse la tasa de reparto de beneficios debido a que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos vía dividendos son más seguros que los que provienen de las ganancias de capital. Desde el punto de vista del accionista, el valor de un \$ de dividendos es mayor que el de un \$ de ganancia de capital porque el rendimiento sobre los dividendos es más seguro que la tasa de crecimiento de los mismos.

Los especialistas están de acuerdo en que las ideas de MM son las adecuadas, siempre que se cumplan los supuestos básicos de que ambos parten. Por ello la posible relevancia de la política de dividendos con relación al valor de la empresa podría existir cuando dichos supuestos básicos no se cumplen. Uno de dichos supuestos es que la política fiscal es neutral con relación a los dividendos y a las ganancias de capital.

Cuando los mercados de capitales no son perfectos, una posibilidad de se abordar la decisión de distribución de dividendos es considerando que los entornos económicos en los que operan las empresas no son iguales. Así, los problemas de agencia no coinciden y las soluciones propuestas para un contexto, pueden no ser convenientes en otros ámbitos y que, en definitiva, hay que tener en cuenta

factores de carácter institucional a la hora de tomar decisiones por parte de la empresa. Esta línea de investigación se encuadra dentro de lo que en la literatura se conoce como “*Law and Finance*” que está dando lugar a numerosos trabajos que tratan de debatir la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa. Los estudios de Rajan y Zingales (1995) y de La Porta y otros (1997, 1998, 1999, 2000a, 2000b y 2002) son pioneros en esta cuestión y confirman que la toma de decisiones en las empresas son diferentes según los países en que operan y que estas diferencias pueden ser debidas, primeramente, a la tradición legal de cada país y, posteriormente, a la consecuente concreción de los peculiares aspectos legales e institucionales de cada economía.

Las dos tradiciones legales más importantes son el derecho civil, o *civil law* y el derecho consuetudinario, o *commom law*. Derivando de la pertenencia a una u otra tradición legal las consecuencias importantes en relación con el grado de protección de los aportantes de fondos.

En definitiva, el entorno legal en el que la empresa se desarrolla configura la forma de gobierno de la misma y determina el grado de utilización y desarrollo de cada pieza de la estructura empresarial y, en su caso, de la decisión de dividendos, señalando esta literatura como factor institucional clave el grado de protección que tienen los inversores en cada país. En países de tradición legal de origen *commom law*, las empresas presentan composición de capital dispersa, donde los inversionistas tienen mayor protección; en países de origen *civil-law*, donde las empresas presentan una alta concentración de propiedad, la protección a los inversionistas es más débil.

Brasil es un país que se encuadra dentro de una tradición legal *civil-law*, y en sus trabajos de disertación de master, Daniel (1998), admite que las empresas brasileñas solamente pagan dividendos porque son obligadas a hacerlo. No obstante, su estudio empírico, efectuado con una muestra de 20 empresas, constató que los dividendos distribuidos eran superiores a los exigidos por la legislación, en más de 40% de las compañías analizadas. Su análisis, concluye que es difícil determinar la importancia de la política de dividendos para los administradores brasileños, reconociendo que los retornos proporcionados a los accionistas son superiores a los determinados por la legislación específica. A una conclusión semejante llegó Oliveira (2002) presentando evidencias que la mayoría de las empresas brasileñas para la distribución de dividendos adopta un porcentaje significativamente mayor al mínimo obligado por ley.

En relación a la protección de los accionistas mediante la política de dividendos, La Porta y otros (2000) analizan las políticas de cuatro mil empresas de treinta y tres países - no siendo consideradas las empresas brasileñas - observando que las empresas que operan en países con legislaciones que proporcionan mayor protección a los accionistas minoritarios, pagan más dividendos. Esta evidencia se corrobora con la del estudio de Shleifer y Wolfenzon (2002) que confirma una relación positiva

entre la mayor protección de los intereses de los accionistas por el sistema legal y un mayor nivel de reparto de dividendos por las empresas.

La no inclusión de las empresas brasileñas en el trabajo de La Porta y otros fue debida a la obligatoriedad del pago de dividendos en Brasil, razón por la cual los dividendos nunca serían pagados en valores inferiores a los que determina la ley. Consecuentemente, el cumplimiento de las obligaciones legales determina que los estados contables no reflejarían los beneficios reales obtenidos por las empresas. Es decir, habría un balance formal para ser presentado a las autoridades y otro, real, dirigido a los accionistas y controladores. Por lo tanto, la inclusión de las empresas brasileñas, de acuerdo a la opinión de los referidos autores, podría producir distorsión a los resultados de su investigación.

De este modo comprueban que hay países en los que los derechos de los accionistas se encuentran legalmente más protegidos que en otros. Ello conlleva que el marco legal e institucional configure las formas de gobierno de la empresa al influir en la participación de un número mayor o menor de accionistas en la propiedad empresarial, la utilización de deuda bancaria para la financiación de los proyectos, la mayor o menor participación de inversores externos, el mayor o menor desarrollo de los mercados de capitales o el mayor grado de competencia, entre otros aspectos. Como señalaran Lemes Junior y otros (2002) al mercado brasileño todavía le falta mucho para desarrollarse, sugiriendo, entre otras medidas, la adopción de directrices para el perfeccionamiento de la estructura de reglamentación y el fortalecimiento de los derechos de los socios minoritarios.

### **3 – EL MARCO LEGAL EN BRASIL.**

En este punto es importante destacar algunas consideraciones a respecto del marco legal brasileño, para entender como la Legislación Brasileña incide en la política de dividendos de las empresas.

#### **3.1 – Dividendos mínimos obligatorios**

La Ley 6404, de 15 de diciembre de 1976, también conocida como Ley de las Sociedades Anónimas, prevé el pago de un dividendo mínimo obligatorio, protegiendo al accionista hasta el límite en que, en su propio interés y de toda la comunidad, sea compatible con la necesidad de preservar la supervivencia de la empresa. La reforma proporcionada por la Ley 10303/01, reglamenta, en su artículo 202, que a los accionistas les es garantizado recibir como dividendo obligatorio, en cada ejercicio, la parcela de los beneficios establecida en el estatuto o, si esto es omitido, el importe determinado de acuerdo con los siguientes criterios: mitad del beneficio líquido del ejercicio, reducido o aumentado por los siguientes valores:

- a) Proporción que se destina a la constitución de la Reserva Legal;
- b) Proporción que se destina a la constitución de la Reserva de Contingencias y la modificación de la misma, cuando se ha formado en años anteriores;
- c) Proporción que se destina a la constitución de la Reserva de Utilidades a Realizar, así como la realización de utilidades anteriormente registradas en esta reserva.

Cuando la Asamblea General tuviera que alterarlo el estatuto para introducir otras normas pertinentes sobre la materia, el dividendo obligatorio no podrá ser inferior a 25% (veinticinco por ciento) del beneficio neto del ejercicio, ajustado de conformidad con las reglas citadas anteriormente.

Sin embargo, si en algún período, la empresa no tiene las condiciones financieras para pagar el dividendo mínimo obligatorio, esta deberá comunicar a la C.V.M.- Comisión de Valores Mobiliarios, los motivos que le impiden hacerlo y constituir una Reserva Especial que, no siendo absorbida por pérdidas en períodos subsecuentes, deberá ser objeto de distribución a los accionistas tan pronto lo permitan las condiciones financieras de la empresa.

## 4 - DATOS Y METODOLOGÍA.

### 4.1 – Muestra y metodología.

En este trabajo se tomó una muestra inicial de 113 empresas brasileñas de sectores no financieros, cuyos datos fueran obtenidos de la base de datos de la COMPUSTAT. Este estudio consideró las informaciones relativas a los Balances que corresponden al ejercicio cerrado el 31.12.2002. De la muestra inicial fueron eliminadas 38 empresas por tener pérdidas en el año 2002 o tener Patrimonio Neto negativo en ese año; otras 12 fueron eliminadas por no tener datos completos, lo que en definitiva redujo la muestra a 63 empresas.

La metodología seguida correspondió a un análisis descriptivo del conjunto de empresas, para identificar a las que repartieron dividendos y el monto pagado.

### 4.2 – Variables.

Fueron definidas como variables dependientes, dos variables. La primera de ellas es la correlación entre los dividendos pagados y los beneficios brutos (D/Bb) aquí denominada *Variable Dependiente 1*. La segunda variable dependiente es la correlación entre los dividendos pagados y el valor total de los activos (D/At), a la que se llamó *Variable Dependiente 2*.

Las variables explicativas fueron seleccionadas de la siguiente forma: dos de liquidez, dos de endeudamiento, una de estructura de los activos y dos de rentabilidad. El detalle se especifica en la tabla 1. Las justificaciones para incluirlas en el estudio se presentan en la tabla 2. Los datos estadísticos de las variables se especifican en la Tabla 3. En la Tabla 4 y 5 se presenta el resumen de las regresiones de las dos variables dependientes consideradas.

**T A B L A 1**

**Variables Independientes y su Denominación en el Trabajo**

1	Activo Circulante/Pasivo Circulante	Var. Indep. 1 → AC/PC
2	Cash-Flow / Pasivo Circulante	Var. Indep. 2 → CF/PC
3	(Deudas L. P. + Pasivo Circ.)/Activo Total	Var. Indep. 3 → (DLP + PC)/AT
4	(Deudas L. P.+ Pasivo Circ.)/Fondos Propios	Var. Indep. 4 → (DLP + PC) / FP
5	Activo Inmovilizado / Activo Total	Var. Indep. 5 → AI/AT
6	Beneficio Bruto / Activo Total	Var. Indep. 6 → Bb/AT
7	Cash-Flow / Activo Total	Var. Indep. 7 → CF/AT

**T A B L A 2**

**Justificaciones para la Utilización de los Índices**

1	AC / PC	Las variables de liquidez, muy probablemente, son las que pueden adquirir más importancia, pues cuanto mayor fuera este índice, mayor será la capacidad de reparto de dividendos.
2	CF / PC	
3	(DLP+PC)/AT	Las variables de endeudamiento revelan la participación de recursos de terceros en la composición del Activo y los niveles totales de uso de recursos ajenos. Cuanto mayor sea este índice, mayor será el riesgo financiero
4	(DLP+PC)/FP	
5	AI/AT	Por ser una variable de estructura de los activos, resulta casi siempre la más indicada, pudiendo reducir los problemas de riesgo moral, esto es, la posibilidad de que el agente busque objetivos personales en detrimento de los intereses del principal
6	Bb /AT	Utilizar variables de rentabilidad nos parece sensato, pues un alto índice de rentabilidad incrementa la disponibilidad de fondos, lo que permite, consecuentemente, un mayor reparto de dividendos por parte de la empresa.
7	CF / AT	

**TABLA 3**  
**Datos Estadísticos de las Variables**

	N	Media	Mediana	Moda	D. Tip.	Valor Mínimo	Valor Máximo	Percentil		
								25	50	75
Var. Dep. 1	63	0,713	0,248	0,000	2,214	0,000	14,815	0,000	0,248	0,594
Var. Dep. 2	63	0,021	0,012	0,000	0,038	0,000	0,257	0,000	0,012	0,031
Var. Indep. 1	63	1,527	1,373	0,619	0,704	0,619	4,635	1,094	1,373	1,836
Var. Indep. 2	63	0,197	0,008	0,143	0,670	-0,143	4,556	-0,01	0,008	0,047
Var. Indep. 3	63	0,471	0,497	0,084	0,152	0,084	0,880	0,367	0,497	0,556
Var. Indep. 4	63	1,392	1,275	-5,87	1,471	-5,872	5,629	0,713	1,275	1,977
Var. Indep. 5	63	0,393	0,381	0,039	0,183	0,039	0,749	0,266	0,381	0,509
Var. Indep. 6	63	0,080	0,059	-0,02	0,072	-0,022	0,342	0,033	0,059	0,111
Var. Indep. 7	63	0,035	0,002	-0,04	0,104	-0,036	0,656	-0,01	0,002	0,014

**TABLA 4**

**Resumen de las Regresiones con la Variable Dependiente 1**

Análisis de la regresión lineal para el estudio del reparto de dividendos de 63 empresas brasileñas en el año 2002. La variable dependiente es la relación **dividendos pagados/beneficios brutos** y las variables independientes son: liquidez corriente; relación cash-flow/pasivo circulante; proporción deuda total/activo total; relación deuda total/fondos propios; proporción del activo inmovilizado/activo total; razón (ración) beneficio bruto/activo total; y cash-flow/activo total. Fueron testadas seis posibles variantes de modelos, evitándose colocar en un mismo modelo las variables que están correlacionadas. Los valores-p (p-value) se presentan entre paréntesis.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-1,109 (0,330)	-1,102 (0,163)	-1,615 (0,168)	1,034 (0,319)	-1,11 (0,170)	-1,281 (0,517)
Var. Indep. 1	-0,006 (0,988)					0,179 (0,704)
Var. Indep. 2		-0,037 (0,93)				
Var. Indep. 3			1,992 (0,277)	0,515 (0,783)		1,819 (0,403)
Var. Indep. 4	0,283 (0,149)	0,279 (0,154)			0,281 (0,152)	
Var. Indep. 5	3,659 (0,023)	3,646 (0,02)	3,538 (0,023)		3,652 (0,022)	3,061 (0,084)
Var. Indep. 6				-7,051 (0,077)		-4,239 (0,332)
Var. Indep. 7					-0,112 (0,967)	
R <sup>2</sup>	0,106	0,106	0,09	0,241	0,106	0,106
R <sup>2</sup> corregida	0,061	0,061	0,06	0,058	0,61	0,044
F	2,335	2,338	2,973	1,846	2,336	1,715
Significación	0,083	0,083	0,059	0,167	0,083	0,159



**TABLA 5**

**Resumen de las Regresiones con la Variable Dependiente 2**

Análisis de la regresión lineal para el estudio del reparto de dividendos de 63 empresas brasileñas en el año 2002. La variable dependiente es la relación dividendos pagados/activo total y las variables independientes son: liquidez corriente; razón cash-flow/ pasivo circulante; deuda total/activo total; razón deuda total/fondos propios; proporción del activo inmovilizado/activo total; razón beneficio bruto/activo total; y cash-flow /activo total. Fueron testadas seis especificaciones de modelos, evitándose colocar en un mismo modelo las variables que están correlacionadas. Los valores-p (p-value) son presentados entre paréntesis.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,027 (0,198)	0,033 (0,024)	0,03 (0,153)	-0,025 (0,099)	0,032 (0,03)	-0,038 (0,19)
Liquidez Corriente	0,003 (0,686)					-0,001 (0,844)
Cash-Flow/PasCir		0 (0,969)				
Deuda Total/A.T.			0,006 (0,866)	0,044 (0,106)		0,05 (0,119)
Deudas Total/F.P.	0 (0,902)	0 (0,966)			0 (0,954)	
Activo Imob./Act.Tot	-0,027 (0,345)	-0,03 (0,283)	-0,029 (0,281)		-0,029 (0,298)	0,026 (0,319)
Beneficio Bruto/A.T				0,316 0		0,346 0
Cash-Flow/Act.Total					0,005 0,918	
R cuadrado	0,024	0,021	0,022	0,343	0,021	0,357
R cuadrado corregida	-0,026	-0,029	-0,011	0,321	-0,028	0,313
F	0,48	0,424	0,661	15,681	0,428	8,052
Significación	0,697	0,736	0,52	0	0,734	0

## 5 – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Fueron testados seis modelos distintos de regresión, donde no se incluyeron, en un mismo modelo, variables que estuviesen correlacionadas. De los modelos testados, cuando estudiamos la Variable Dependiente 1, el 4 y el 5 no presentaron significación estadística, luego no sirven para explicarlos.

De acuerdo con todas las regresiones realizadas, resumidas en la tabla 4, se puede observar que las variables independientes influyen en la variable dependiente. La variable independiente 5, Activo Inmovilizado/Activo Total es una variable que explica la dependiente 1, Dividendos

Pagados/Beneficios Brutos. Sobre estas bases cuantos mayores sean los beneficios, más altos serán los dividendos. Con base a las estadísticas F resultantes, los modelos utilizados son significativos, o sea, el conjunto de las variables independientes ejerce influencia sobre la variable dependiente.

Observándose las regresiones realizadas que se especifican en la tabla 5, se verifica que no hay una significación estadística, o sea, las variables independientes no se prestan para explicar la variable dependiente 2.

En resumen, se demuestra que el 25% de las empresas analizadas no distribuyen dividendos, o lo hacen por un valor menor a 24,8% de los beneficios, es decir, menos que lo dispuesto por la legislación vigente. De la misma forma, 50% lo hacen en valores que varían entre 24,8% y 59,4% del total de los beneficios obtenidos; finalmente, 75% de las empresas de la muestra reparten dividendos iguales o mayores a 59,4% del total de beneficios del año.

Entre los índices utilizados, (DLP+PC)/FP puede ser considerado el más indicado para medir el grado de endeudamiento, una vez que relaciona el capital ajeno con el capital propio, tomando en cuenta las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo.

## 6 – CONCLUSIÓN

El objetivo de este trabajo fue analizar el nivel de reparto de dividendos por parte de las empresas brasileñas. Nuestro trabajo analiza la decisión sobre el pago de dividendos en las empresas brasileñas, partiendo de la base que el país tiene un marco legal que no proporciona protección a los pequeños inversionistas. La obligatoriedad del reparto de dividendos tiene por propósito garantizar una cierta protección a los accionistas, hecho que las evidencias empíricas comprueban.

Nuestros resultados, de una manera general, se sitúan próximos a los encontrados por otros investigadores en años anteriores al del presente estudio, como se observa, entre otros en Daniel, 1998; Oliveira, 2002.

A pesar de que la distribución de dividendos es obligatoria en el Brasil, los repartos efectuados por gran parte de las empresas estudiadas son superiores a los legalmente exigidos, lo que nos obliga a seguir buscando las piezas faltantes del rompecabezas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ambarish, R.; K. John, y J. Williams, (1987): “Efficient signalling with dividends and investment”. *Journal of Finance*, vol. 42 (2), págs. 321-343.

Azofra, V. (1986): “Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes”, *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº 1, págs. 257-274.

Azofra, V. y Fernandez, A I. (1999) “Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades”, *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp.122-144.

Black, F. (1976). *Studies in Stock Price Volatility Changes*. In *American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, pages 177 -181.

Black, F., y Scholes, M. (1974): "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*, nº 1. Mayo. Págs.: 1-22

BRASIL (1976): Lei 6404/76 -Lei das Sociedades Anónimas

BRASIL (2001): Lei 10303/01

Brealey, R. y Myers, S.: *Principios de finanzas corporativas*. McGraw Hill/Interamericana, Madrid, 2003 (7ª edición)

Daniel, S. A. M. (1998): “Estudio sobre dividendos: a política de dividendos no Brasil”. Disertación de Master – Universidad del Estado del Rio de Janeiro (UERJ) –Brasil.

DeANGELO, H; L. DeANGELO, y D.J. Skinner, (2004): “Are dividends disappearing?. Dividend concentration and the consolidation of earnings”. *Journal of Financial Economics*, vol. 72 (3), págs. 425-456.

Denis, D.K. y J.J. McConnell, (2003): “International Corporate Governance”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38 (1), págs. 1-36

Dyck, A. y L. Zingales, (2002): “Private benefits of control: An international comparison”. Working Paper nº 8711, National Bureau of

Fama, E. y H. Babiak, (1968): “Dividend policy: An empirical analysis” *Journal of the American Statistical Association*, vol. 63 (324), págs. 1132-1161.

Fama, E. y K. French, (2001): “Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?”. *Journal of Financial Economics*, vol. 60 (1), págs. 3-45.

Gordon, M.J. (1959): “Dividends, earnings, and stock prices”. *Review of Economics and Statistics*, vol.41, mayo, págs. 99-105.

Healy, P. y K. Palepu, (1988): “Earnings information conveyed by dividends initiations and omissions”. *Journal of Financial Economics*, vol. 21 (2), págs. 149-176.

IBGC (2004) Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 11.02.2005

IBGC.- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2001) Pesquisa sobre Governança Corporativa. Disponible em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 11.02.2005.

Jensen, M. C. y W .H MECKLING, (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*. Vol 4, nº 4.

Jensen, M.C. (1986): “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”. *American Economic Review*, vol. 76 (2), págs. 3

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny, (1997): “Legal determinants of external finance”. *Journal of Finance*, vol. 52 (3), págs. 131-150.

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny, (1998): “Law and Finance”. *Journal of Political Economy*, vol. 106 (6), pag. 1113-1115.

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny, (1999): “Corporate ownership around the world”. *Journal of Finance*, vol. 54 (2), pag. 471-517.

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny, (2000a):“Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (1-2), pag 3-27.

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny,, R. (2000b): “Agency problems and dividends policy around the world”. *Journal of Finance*, vol. 55 (1), págs. 1-33.

La Porta, R.; F. López De Silanes; A. Shleifer, y R.Vishny,, (2002):“Investor protection and corporate valuation”. *Journal of Political Economy*, vol. 106, pag. 1113-1115.

Leal, R.; A. Carvalhal Da Silva, S. Valadares, (2002): “Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto”. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p.07-18.

Leal, R.; V. Castro, A. Carvalhal da Silva, (2002): “*Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*” Rio de Janeiro: Ed. E-Papers

Lemes Junior, A. B.; C. M Rigo, y A. P. M. Cherobim, S (2002): “*Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras*” - Rio de Janeiro –Campus

Lintner, J. (1956): “Distribution of incomes of corporations among dividend, retained earnings, and taxes”. *American Economic Review*, vol. 46 (2), págs. 97-113.

López Iturriaga, F. y J. Rodrigues Sanz, (1998): “La decisión de dividendos en la empresa española: Un contraste de teorías alternativas”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº 3, pps. 29-44.

Mascareñas, J. (1999): *Innovación Financiera*. McGraw Hill. Madrid. Capítulo 2º “La política de dividendos”

Miguel, A. de; B. Lozano, y J. Pindado, (2002): “Papel de los Dividendos en las Empresas Reguladas”, *Investigaciones Económicas*, vol. 26 (3), págs. 447-474.

Miller, M.H. y F. Modigliani, (1961): “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”. *Journal of Business*, vol. 34 (4), págs.411-433.

Miller, M.H. y M.S Scholes, (1982): “Dividends and taxes. Some empirical evidence”. *Journal of Political Economy*, vol. 90, págs. 1118-1141.

Oliveira, J. A. L. (2002): “*Uma contribuição ao Estudo dos Dividendos das Companhias Abertas do Brasil: 1997-2001.*” Disertación de Maestría – Facultad de Estudios Sociales Aplicados – UNB – Brasilia.