

A RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E RETORNO DA AÇÃO NA BM&FBOVESPA

AUGUSTO ASSUMPCAO MEIRELLES

ESCOLA SUPERIOR DE PROPAGANDA E MARKETING (ESPM)

augusto.a.meirelles@gmail.com

CLÉBER DA COSTA FIGUEIREDO

ESCOLA SUPERIOR DE PROPAGANDA E MARKETING (ESPM)

cfigueiredo@espm.br

TATIANA TERABAYASHI MELHADO

ESCOLA SUPERIOR DE PROPAGANDA E MARKETING (ESPM)

tmelhado@espm.br

Introdução

Este estudo destinou-se a investigar a possível relação entre o Dividend yield e o Retorno das ações considerando, ao mesmo tempo, alguns fatores determinantes de política de dividendos em um amostrado constituído por empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2014.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Buscou-se entender a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa, de modo a tentar entender se "uma política de distribuição de dividendos mais generosa pode ter impacto positivo sobre o retorno das ações?" A hipótese é a de que vale a política de irrelevância. Como objetivo secundário identificar, no caso de alguma relação, se os dividendos impactam os retornos ou se são os retornos que impactam os dividendos, que na literatura é chamada de análise de causalidade.

Fundamentação Teórica

A fundamentação se inicia com uma explicação do mercado de ações, em que são apresentados alguns detalhes do mercado financeiro, como um todo, que são relevantes para o estudo. Seguido da estrutura de capital, em que estão detalhadas as três principais decisões financeiras tomadas pela empresa, a de investimento, a de financiamento e a de distribuição de dividendos. Em seguida, listam-se os fatores que afetam a política de dividendos e os tipos de políticas praticados pelas empresas.

Metodologia

Os instrumentos de coleta foram basicamente de coleta bibliográfica e documental, tanto privado, quanto público. Para execução do estudo, foram selecionadas 44 empresas, pertencentes a 18 diferentes setores, conforme classificação da NAICS (2015), nível 1. Além de regressão, foi utilizada a ideia de Causalidade de Granger, para saber se as políticas de dividendos tinham de fato uma relação de causalidade com o retorno da ação, ou se as relações ocorriam simultaneamente, ou se eram independentes.

Análise dos Resultados

Pôde-se concluir que havendo relação, D_{t-1} impacta R_t , no sentido de Granger, e não R_{t-1} que impacta D_t , no mesmo sentido. Com estes resultados, pôde-se afirmar, por meio da regressão, que os dividendos não impactam o retorno das ações na maioria das vezes. Como as ações são de diferentes setores, com liquidez e crescimento próximos a média desses setores, não há fatores desse tipo comuns entre as ações que indicaram que há relação entre distribuição de dividendos.

Conclusão

A hipótese do estudo parece ser a mais fiel ao que foi observado nos resultados, chegando-se à conclusão de que os dividendos, apesar de estarem relacionados com os possíveis fatores que o determinam, não possuem relação forte com os retornos das ações. Optou-se por avaliar ação por ação e o resultado indica completa aleatoriedade do comportamento da política de dividendos em relação a sua distribuição e o impacto em seus retornos.

Referências Bibliográficas

- ASSAF NETO, Alexandre. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2003.
- GORDON, M. J. Dividends, earning, and stock prices. Review of Economics and Statistics. p.99-105, 1959.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business. v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MYERS, The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- SANTANA, Luciene. Um estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas na Bovespa, 2006.

A RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E RETORNO DA AÇÃO NA BM&FBOVESPA

Resumo: Este estudo destina-se a investigação da possível relação entre o *Dividend yield* e o Retorno das ações considerando, ao mesmo tempo, alguns fatores determinantes da política de dividendos em uma amostra constituída por empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2014. Na literatura, existem diversos estudos empíricos que abordam os efeitos da política de dividendos no valor da empresa, no entanto, são contraditórios. Neste estudo, busca-se mostrar, por meio da ideia de causalidade de Granger e de regressões múltiplas, que essa contradição é de fato possível. A principal conclusão foi que, ao testar empiricamente a relação entre Retorno das ações e *Dividend yield*, na maioria das vezes a relação não foi estatisticamente significativa, o que não necessariamente apoia as hipóteses formuladas de que não há relação ente *Dividend yield* e Retorno da ação.

Palavras-chave: *dividend yield*; decisões financeiras; política de dividendos.

THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND YIELD AND STOCK RETURN AT BM&FBOVESPA

Abstract: This research is destined for the investigation of the possible relationship between Dividend Yield and the Return of the shares, by considering, at the same time, some decisive factors of the dividend policies in a sample constituted by companies with negotiated shares at BM&FBOVESPA, in the period from 2004 to 2014. In the literature, there are several empiric studies which approach the effects of the dividend policies in the value of the company, however, they are conflicting. This research pursues to validate, throughout the idea of Granger causality and multiple regressions, which this contradiction is possible. The main remark is, when testing empirically the relationship between Stock Returns and their Dividend Yield, in the majority of times, the relationship was not statistically significant, what not necessarily supports the hypotheses which there is no relationship between Dividend Yield and Stock Return.

Keywords: *dividend yield*; financial decisions; dividend policies.

1. INTRODUÇÃO

Uma política de dividendo é uma decisão sobre o montante dos resultados líquidos apurados em um determinado período a ser distribuído aos investidores ou a ser reinvestido nas atividades de uma empresa (CALDEIRA MENEZES, 2008). Segundo Brealey e Myers (1998, apud SANTANA 2006), nos países em desenvolvimento, a política de dividendos vem sendo discutida, constituindo-se em um dos problemas centrais das finanças empresariais e sua importância não é recente (MUNSON, 1982). Os questionamentos giram em torno do impacto da política de dividendos no valor de mercado das empresas que, apesar de vasta literatura sobre o assunto, continua sem consenso, devido a várias controvérsias. Diversas teorias e estudos empíricos sobre os possíveis efeitos da política de dividendos no valor da empresa foram elaborados. Dentre as teorias, duas correntes de pensamento são clássicas: a de Relevância e a de Irrelevância da Política de dividendos.

A Teoria da Relevância dos Dividendos (LINTER, 1956; GORDON, 1959) afirma que a política de dividendos da empresa e o volume de distribuição têm uma relação direta com o valor de mercado da ação. Gordon, mais tarde, criou um modelo de precificação de ação com base na esperança da distribuição de dividendos. Em contrapartida, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1961) sugere que a política de dividendos não tem relação com o valor de mercado da ação e nem com o retorno obtido pelo acionista.

A política de dividendos pode ser afetada por diversos fatores. Apenas para citar três deles, tem-se: em primeiro lugar, a oportunidade de crescimento e investimento da empresa, uma vez que com esse crescimento, a empresa demandaria mais recursos e estaria mais propensa a reter o pagamento de dividendos; um segundo fator é o setor de atividade, pois, dependendo da característica setorial da empresa haveria uma determinada necessidade de recursos que poderia afetar a política de dividendos (PROCIANOY, 2003 apud SANTANA, 2006); por fim, o terceiro fator está relacionado aos resultados financeiros da empresa, já que, empresas com mais lucro tendem a pagar mais dividendos, visto que possuem maiores reservas de lucro e muitas vezes menor custo de financiamento com capital de terceiros.

Este estudo está estruturado da seguinte maneira: a Seção 2 apresenta o problema de pesquisa, a seguir a Seção 3 introduz uma sucinta revisão da literatura acerca do tema e apresenta a fundamentação teórica, iniciando pelo mercado de ação, em que são apresentados alguns detalhes do mercado financeiro, como um todo, que são relevantes para o estudo. Seguindo da estrutura de capital, em que estão detalhadas as três principais decisões financeiras tomadas pela empresa: a de investimento, a de financiamento e a de distribuição de dividendos. Em seguida, listam-se os fatores que afetam a política de dividendos e os tipos de políticas praticados pelas empresas.

Na Seção 4 é apresentado o método de pesquisa, o método estatístico, onde também está descrita a forma de amostragem. As amostras foram constituídas a partir da coleta de dados do software Economática (2015), compostas pelos retornos e *dividend yield* das ações no período de 2004 a 2014. Na Seção 5, apresentam-se os resultados das regressões e suas análises descritivas e inferenciais e, por fim, na Seção 6, a conclusão.

2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS

Dessa forma, esta pesquisa buscou entender a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa, de modo a tentar entender se "uma política de distribuição de dividendos mais generosa pode ter impacto positivo sobre o retorno das ações?"

A pesquisa em foco tem como objetivo identificar a possível relação dos dividendos com o ganho de capital presente e futuro dos acionistas, através de coleta de dados históricos de resultados de empresas brasileiras, e identificação de reações do mercado à mudança de

políticas de distribuição de dividendos. Assim, surge como objetivo secundário identificar, no caso de alguma relação, se os dividendos impactam os retornos ou se são os retornos que impactam os dividendos, que na literatura é chamada de análise de causalidade. Nesse sentido, será necessário conceituar algum teste de causalidade e avaliar as possíveis relações com o uso da análise de regressão.

Independente dos inúmeros papers que ora aceitam ora refutam a existência da relação entre a política de dividendos e o impacto positivo sobre os retornos das ações, a hipótese principal que será testada é a de que a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1961) é a teoria válida no Brasil, de modo que a política de dividendos não tem relação com o valor de mercado da ação e nem com o retorno obtido pelos acionistas brasileiros. Além disso, estudos empíricos como o de Santana (2006) constataram que não há relação positiva nem significativa entre os retornos esperados e os dividendos.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 O MERCADO DE AÇÃO NO BRASIL

Ação é a fração negociável em que se divide o capital social de uma sociedade anônima, representativa dos direitos e obrigações do acionista (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007). Ou seja, é a menor parte do capital social que pode ser negociada entre a empresa e o investidor, mercado primário, e investidor com investidor, mercado secundário. Nesta pesquisa, é analisado o comportamento dos preços no mercado secundário, que ocorre nas bolsas de valores, que, ainda segundo o mesmo documento da CVM, "é uma entidade formada pelas próprias corretoras, para facilitar o encontro entre compradores e vendedores de ações e, assim, promover a liquidez das ações e uma adequada formação de preços".

Os investidores devem comprar ou vender ações de companhias abertas através das sociedades corretoras. Para isso, emitem ordens de compra ou venda e as corretoras se encarregam de executá-las no pregão da Bolsa de Valores (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1997).

Existem basicamente dois tipos de ações: as ordinárias (ON) e as preferenciais (PN). As ações ordinárias conferem aos seus titulares o direito de voto em assembleias gerais dos acionistas e participação nos lucros da sociedade através do recebimento dos dividendos. Cada ação ordinária equivale a um voto. Já as ações preferenciais não conferem ao seu titular o direito de voto, no entanto, conferem certas preferências como: a prioridade no recebimento de dividendos, normalmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias, além da preferência no reembolso de capital no caso de dissolução da sociedade.

Outro conceito de extrema importância para o estudo é a propriedade "com" ou "ex" das ações, isto porque está intimamente relacionada tanto com ações quanto com dividendos, e é o principal impacto entre dividendos sobre o preço da ação no curto prazo. Ações "Com" (cheias) - são ações que conferem a seu titular o direito aos proventos distribuídos pelas empresas. Ações "Ex" (vazias) - são ações cujo direito ao provento já foi exercido pelo acionista. Somente podem ser negociadas em bolsa as ações que não possuam proventos anteriores a receber. Assim, quando a assembleia de uma empresa aprova a distribuição de um provento, as ações passam a ser negociadas "ex" (BOVESPA, 2004).

Um dos possíveis e mais comuns proventos citados acima no manual da BM&FBovespa, que definem uma ação "ex", são os dividendos. Os dividendos são "uma parcela do lucro apurado por uma sociedade anônima, distribuída aos acionistas por ocasião do encerramento do exercício social, de acordo, no Brasil, com o § 2º do art. 202 da lei das sociedades anônimas" (BRASIL, 1976, s. p.).

De acordo com a Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007 e a lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, que altera o dispositivo da Lei 6.404 e regula o tema, o estatuto social determinará a porção dos lucros a ser classificada como dividendo obrigatório. O estatuto é soberano para definir o percentual. Os estatutos têm como padrão, uma distribuição mínima de 25% do lucro líquido ajustado, assim muitos acreditam erroneamente que isto é uma obrigação. No caso de omissão do estatuto, a empresa deverá pagar 50% do lucro líquido ajustado.

3.2 DECISÕES FINANCEIRAS

A Teoria de Finanças indica que há três grandes decisões financeiras: decisões de investimento; decisões de financiamento, cuja essência é a definição da estrutura de capital; e decisões de dividendos. A seguir, são apresentadas brevemente as decisões de investimento e de estrutura de capital, seguidas por uma minuciosa apresentação da política de dividendos e todas suas facetas que têm importância para o estudo.

3.2.1 DECISÕES DE INVESTIMENTO

As decisões de investimento se resumem em decisões de orçamento de capital, ou seja, são decisões que visam definir o montante a ser aplicado em cada ativo ou projeto. É uma das tarefas mais importantes a ser realizada pelos administradores, dado que implica diretamente em mudanças nos fluxos de caixa futuros, e interferem no valor da empresa. Segundo Damodaran (2002, p. 173), "O princípio do investimento coloca simplesmente que as empresas devem investir em ativos somente quando esperam obter um retorno maior do que um retorno mínimo aceitável."

3.2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

Os lucros de uma empresa podem ser distribuídos em forma de dividendos ou retidos em forma de reservas de lucro, para financiamento de suas atividades ou investimento. As empresas utilizam de todas as estratégias, mas a decisão em questão é a proporção do capital que será distribuído em forma de dividendo, e a proporção que será retida em forma de reserva. "A Estrutura de Capital refere-se a forma como uma empresa financia os seus ativos, através de uma combinação de capitais próprios, dívida (capitais de terceiros) e instrumentos financeiros" (BAKER; WURGLER, 2002, p.436). "Esta relação surge em função da afirmação de que o valor ótimo de uma empresa decorre, dentre outros fatores, da escolha da estrutura ótima de capital, isto é, a escolha da forma de financiamento que proporciona à empresa o menor custo médio ponderado de capital." (SHINOHARA, 2002, p.17).

Segundo Brealey e Myers (1998) empresas que possuem menor custo de capital de terceiros tendem a se financiar com mais capital de terceiros, enquanto empresas que possuem maior custo na obtenção de capital de terceiros tendem a se financiar mais com capital próprio. Mas isto não é uma regra, as estratégias podem variar de acordo com muitos fatores, sendo a decisão mais lógica e utilizada, conforme afirma Shinohara (2002), a estrutura ótima de capital. Outros autores que defendem a mesma teoria são Merton H. Miller e Myron S. Scholes (1982).

Gitman (2012) complementa que a política de dividendos representa um plano de ação a ser seguido, sendo que, deve ser formulada com base em dois critérios essenciais: maximizar a riqueza dos acionistas e fornecer financiamentos suficientes, entretanto eles não são excludentes e buscam estarem inter-relacionados.

3.3 TEORIAS SOBRE POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Diversas teorias e estudos empíricos sobre os possíveis efeitos da política de dividendos no valor da empresa foram elaborados. Dentre as teorias, três correntes de pensamento são clássicas: a de relevância, a de irrelevância da política de dividendos e a teoria da preferência tributária. Visto que no Brasil os dividendos são isentos de tributação, a terceira teoria torna-se irrelevante para o estudo que têm como foco o mercado brasileiro, e, por este motivo, não será discutida com profundidade. A seguir, são apresentadas as três principais teorias que alicerçam o estudo.

3.3.1 TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

A Teoria da Relevância dos Dividendos, atribuída a John Linter (1956) e Myron J. Gordon (1959) afirma que a política de dividendos da empresa e o volume de distribuição tem uma relação direta com o valor de mercado da ação. Além deles, Denis, Denis e Sarin (1994) afirmaram existir uma relação positiva entre a política de dividendos e o retorno da ação. Esses autores argumentam que os acionistas preferem dividendos correntes a dividendos futuros e ganhos de capital. Baseada em que o investidor é geralmente avesso ao risco, a prática dos dividendos correntes reduziria as incertezas dos investidores e elevariam os preços das ações. Enquanto, caso não fossem distribuídos dividendos, o retorno das ações estaria todo concentrado na variação do preço da mesma, gerando maior percepção de risco e diminuindo o preço das ações.

Esta teoria foi apelidada de "Teoria do Pássaro na Mão" (SHAO; KWOK; GUEDHAMI, 2010, p. 1392) devido ao provérbio "um pássaro na mão vale mais que dois voando". Apesar de Linter (1956) e Gordon (1959) não terem provado essa teoria cientificamente, ela é muito aceita pelo mercado. Autores como Denis, Denis e Sarin (1994) e Nissim e Ziv (2001) estudaram a relevância da política de dividendos sob o retorno da ação e estudos como o de Goetzmann e Jorion (1993, p. 664, tradução do autor) afirmam que "em geral não há forte evidência estatística indicando que os rendimentos de dividendos possam ser usados para prever os retornos das ações".

3.3.2 TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Opositores da Teoria da Relevância dos Dividendos, Modigliani e Miller (1961) sugerem que política de dividendos da empresa não afeta o preço da ação da empresa nem o retorno das ações (DEANGELO; DEANGELO; SKINNER, 1996; BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997 *apud* NISSIM; ZIV, 2001). Modigliani e Miller explicaram uma possível relação entre distribuição de dividendo e valor de mercado da empresa de forma indireta por meio da Teoria da Sinalização:

A Teoria do Conteúdo Informacional (Teoria da Sinalização) determina que, um aumento nos dividendos representaria um sinal positivo que elevaria o preço das ações. Ao passo que, a redução ou corte nos dividendos representaria um sinal negativo que levaria a redução dos preços. (SANTANA, 2006, p.14).

Em outras palavras, na Teoria da Sinalização, os dividendos só afetariam o mercado se os investidores buscassem previsões da situação financeira da empresa nos próprios dividendos. Assim, mesmo que de fato os dividendos não tenham relação com o valor de mercado, neste caso, passaria a ter, pois o valor da ação no mercado secundário depende apenas da oferta e da demanda, como explicitado anteriormente. De qualquer forma, não haveria nenhuma relação financeira entre dividendos e valor de mercado, ao contrário do que afirmam Gordon e Linter

(1956), somente mercadológica. Esta teoria é fundamentalmente dedutiva e mais tarde passou a ser chamada de "Teoria da Irrelevância dos Dividendos".

Modigliani e Miller (1961) afirmam, ainda, que existe um efeito clientela, ou seja, empresa atrai acionistas cujas preferências pelo pagamento e pela estabilidade de dividendos correspondem ao padrão efetivo praticado pela empresa. Investidores que desejam dividendos estáveis como fonte de rendimentos mantêm em carteiras ações de empresas que paguem aproximadamente o mesmo valor em dividendos a cada período. Aqueles que preferem ganhos de capital, assim como os especuladores que visam retorno rápido do seu investimento, são atraídos para empresas em expansão, que reinvestem grande parte dos seus lucros, favorecendo o crescimento em detrimento de um padrão estável de dividendos. Como os acionistas obtêm o que esperam, dizem Modigliani e Miller (1961), o valor da ação da empresa não é afetado pela política de dividendos (GITMAN, 2012)

Gitman (2012) resume que autores favoráveis à irrelevância dos dividendos argumentam que o retorno requerido de um investidor não é afetado pela política de dividendos por três motivos:

- a) o valor da empresa é determinado exclusivamente pelo retorno e risco de seus ativos (investimentos);
- b) se os dividendos afetam o valor, isso ocorre exclusivamente devido a seu conteúdo informacional, que sinaliza as expectativas da administração acerca dos lucros; e
- c) há um efeito clientela, que leva os acionistas de uma empresa a receberem os dividendos que esperam.

As críticas a essa teoria têm se centrado nas imperfeições do mercado, que não são levadas em conta por Modigliani e Miller (1961). Em seu estudo, os autores pressupõem que o mercado seja eficiente, a Hipótese de Mercado Eficiente prevê que o preço de um ativo financeiro reflita todas as informações disponíveis, sendo a melhor estimativa de seu "valor fundamental" (ALDRIGHI; MILANEZ, 2005).

3.4 TEORIA DA PREFERÊNCIA TRIBUTÁRIA

A Teoria da Preferência Tributária baseia-se no fato de que os dividendos são sujeitos a uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital, cenário histórico nos EUA. Buscando uma proteção contra os impactos tributários, é preferível que se retenham os lucros ao invés de distribuí-los, já que os ganhos de capital só são tributados no momento da venda do título. No caso brasileiro, a não tributação dos dividendos pode estimular as empresas a adotar uma política de dividendos elevada (DAMODARAN, 2002).

3.5 FATORES QUE AFETAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Segundo Gitman (2012) as empresas levam em conta, ao fixar suas políticas de dividendos, fatores como: restrições legais, restrições contratuais, restrições internas, perspectiva de crescimento da empresa, considerações dos proprietários e considerações de mercado. Já, segundo Lemes Junior (2007), a liquidez também é um fator que afeta a política de dividendos. Além disso, SHAO, KWOK e GUEDHAMI (2010) afirmam que a política de dividendos será influenciada por toda a cultura de uma nação, desde suas normas sociais até os comportamentos individuais. A seguir, é apresentado cada um dos sete fatores e suas relevâncias para a empresa.

a) **Liquidez:** segundo Lemes Junior (2007), liquidez da empresa é relevante nas decisões de dividendos, pois é primordial que exista o mínimo de liquidez para a organização se proteger contra incertezas e possuir flexibilidade em suas atividades. Uma forma de aumentar a liquidez é a retenção do lucro em reservas, distribuindo menos dividendos, e afetando diretamente essa política. Por outro lado, Banerjee, Gatchev e Spindt (2007) afirmam que empresas com ações menos líquidas, baixa atividade de vendas, alta proporção de dias sem negociações, são mais prováveis em pagar dividendos;

b) **Restrições legais e contratuais:** as leis de cada país restringem e regulamentam a distribuição de dividendos e influenciam diretamente as políticas tomadas pelos gestores, delimitando suas decisões. Da mesma maneira, os contratos firmados, principalmente com credores e fornecedores, também podem restringir a distribuição de dividendos em caso de atraso ou não pagamento da dívida. Qualquer outro tipo de contrato, que restrinja ou defina a distribuição de dividendos, seja ele com o *stakeholder* que for, estará influenciando a decisão dos gestores das empresas;

c) **Restrições internas:** muitas vezes o estatuto social da empresa restringe algumas políticas como, por exemplo, tomar recursos de terceiros para pagamento de dividendos, ou pagar dividendos quando o resultado da empresa for negativo. Nestes casos, uma possível estratégia dos gestores pode ser restringida e a política é diretamente afetada.

d) **Perspectivas de crescimento:** Bhattacharyya (2007) afirma que se deva esperar que investidores prefiram capital oriundo do crescimento da empresa do que o capital obtido de dividendos. Além disso, Gitman (2012) afirma que as necessidades financeiras de uma empresa estão diretamente relacionadas a quanto ela espera crescer e aos ativos que precisará adquirir. Ela deve avaliar sua lucratividade e seu risco para estimar a capacidade de levantar capital externamente. Provavelmente, uma empresa em crescimento terá de fazer uso maciço de financiamento interno na forma de lucros retidos, de modo a pagar como dividendos apenas uma pequena porcentagem de seus lucros;

e) **Considerações relacionadas aos proprietários:** ainda, segundo Gitman (2012), a empresa deve estabelecer uma política que tenha efeito favorável sobre a riqueza da maioria de seus proprietários. Também é necessário considerar as oportunidades de investimento dos proprietários. Ou seja, a empresa não deve reter lucros para investir em projetos que forneçam retornos menores do que os proprietários poderiam obter, com o mesmo risco. Soma-se a essa informação que as grandes corporações brasileiras são controladas por proprietários dominadores sob rígida hierarquia administrativa, diferente das corporações americanas ou do Reino Unido que optam por gestores profissionais (SHAO; KWOK; GUEDHAMI, 2010);

f) **Setor de atividade:** segundo Firth (1996), empresas que compõem o mesmo setor de atividade compartilham informações que podem ser privilegiadas dentro do setor. Além disso, a política de dividendos não só sinaliza informações a respeito do fluxo de caixa de uma empresa específica, mas acaba sinalizando todo o setor. Mais que isso, Procianny (2006, *apud* SANTANA, 2006) reiterou que o setor de atividade pode também influenciar a política de dividendos de outros setores, uma vez que setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e seu capital de giro. Assim sendo, setores com maior necessidade de recursos, novos investimentos e ciclos de giro com sazonalidades poderão utilizar os lucros gerados para realizar o financiamento necessário. Conforme Santana (2006), em setores lucrativos e maduros nos quais existem poucas oportunidades de crescimento, normalmente, as empresas distribuem grande parte do seu caixa ao acionista. O contrário também é válido, setores em expansão tendem a possuir empresas que demandem mais caixas para investimento, fazendo que distribuam menos dividendos;

g) **Lucros:** os dividendos nada mais são que percentuais dos lucros gerados no exercício da empresa, e, segundo Myers (1984), como é de se esperar, há uma relação direta entre lucro e distribuição de dividendos, mesmo que percentuais. Aivazian, Booth e Cleary (2006)

deixaram claro que empresas que têm grandes somas de lucros tendem a distribuir os lucros na forma de dividendos, desde que não haja perspectiva para investimentos, ou não haja prospecção para oportunidades de crescimento, ou ainda, não haja restrições de crédito. Empresas que não geram lucro dificilmente irão distribuir dividendos, assim como empresas que geram lucros acima do esperado ou de volume muito alto comparado aos seus ativos irá distribuir mais dividendos. "Há estudos empíricos no Brasil, como o de Silva Brito (2004) que confirmam a previsão da teoria de Myers (1984)" (SANTANA, 2006, p.38).

3.6 TIPOS DE POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Segundo Gitman (2012) a política de dividendos de uma empresa deve ser formada com base em dois objetivos básicos: fornecer financiamento suficiente e maximizar a riqueza dos proprietários da empresa. Ainda, segundo o mesmo autor, são frequentes três tipos diferentes que podem ser combinados para formar uma política, além da política flutuante que não pré-determina nenhuma regra se não o mínimo estatutário de percentual de distribuição.

- a) Política de dividendos com taxa de distribuição constante: como o nome já diz é um tipo de política de dividendos que envolve o uso de uma taxa constante. A taxa de distribuição de dividendos indica a porcentagem do lucro que se distribui em dinheiro aos proprietários. Uma política de dividendos com taxa de distribuição constante determina que dada porcentagem dos lucros seja paga aos proprietários a cada período estipulado (GITMAN 2012).
- b) Política de dividendos regulares: a política de dividendos regulares baseia-se no pagamento de um dividendo fixo em valor a cada período. De acordo com essa política, os dividendos quase nunca diminuem e não se pode medir os impactos no preço pois não se alteram nem dependem de nenhum outro fator que não seja a regulamentação pela assembleia administrativa.
- c) Política de dividendos regulares baixos mais dividendos extraordinários: pode-se estabelecer uma política de dividendos regulares baixos, complementada por dividendos extraordinários. Ou seja, a empresa paga um dividendo regular baixo ao qual é acrescido um dividendo adicional, quando ocorrem lucros superiores ao normal em determinado período.

3.7 OUTRAS MODALIDADES DE DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO

Há outras formas de distribuições de lucros, além dos dividendos, como a bonificação. A bonificação é como um dividendo em ações, ela consiste no pagamento de um valor sob forma de ações aos proprietários existentes. A bonificação, assim como os dividendos, não é tributável.

3.8 DESDOBRAMENTO DE AÇÕES

Um desdobramento de ações é um método frequentemente usado para reduzir o preço da ação de mercado das ações por meio do aumento do número de ações pertencentes a cada acionista. Em um desdobramento 2:1, por exemplo, duas novas ações são trocadas por cada ação antiga, correspondendo o valor de cada nova ação à metade do valor de cada ação antiga. Os desdobramentos não são tributáveis e não têm efeitos na estrutura de capital da empresa, assim como não geram distribuições de lucro (ASSAF NETO, 2003).

Pode ocorrer também um desdobramento reverso, ou seja, um agrupamento de ações: a empresa troca um determinado número de ações existentes por uma nova ação. Por exemplo,

em um agrupamento de 1:3, uma nova ação é trocada por três ações antigas (ASSAF NETO, 2003).

4. METODOLOGIA DE ANÁLISE

4.1 COLETA DOS DADOS AMOSTRAIS

No estudo em questão, os instrumentos de coleta foram basicamente de coleta bibliográfica e documental, tanto privado, quanto público. Para tal coleta, foi necessária uma pesquisa em materiais online e nas bases de dados JSTOR (2015) e Emerald Insight (2015), assim como a extração de dados do Economática (2015), além de busca a documentos privados presentes em sites de relacionamento com investidores.

Para execução do estudo, foram selecionadas 44 empresas, pertencentes a 18 diferentes setores, conforme classificação da NAICS (2015), nível 1. Foram analisadas somente as ações preferenciais, tendo em vista que são ações que têm como principal objetivo o dividendo, que é o foco principal do presente estudo. No entanto, se a empresa possuir somente ações ordinárias, serão consideradas as ações ordinárias. Todas as ações consideradas possuíam liquidez e foram negociadas ao menos uma vez durante o último mês de operação de cada ano. Todos os dados foram extraídos da base de dados da consultoria Economática.

Para compor a amostra final foram selecionadas três sub amostras: a primeira sub amostra foi obtida de acordo com a capacidade de geração de lucros das empresas (ROA), com duas ações de cada setor que possuíam, em dezembro de 2014, ROA próximo a média do setor. A segunda sub amostra levou em conta o crescimento das empresas no mercado, com as duas ações de cada setor com crescimento do ativo próximo a média do setor no período de 2004 a 2014. A terceira foi classificada de acordo com a liquidez da empresa, com duas ações de cada setor que possuíam, em dezembro de 2014, Índice de Liquidez Corrente próximo da média do setor. Outras formas de incorporar o efeito do setor foram discutidas por Santana (2006) ou por Faccio, Lang e Young (2001).

O método de coleta da amostra final teve como objetivo balancear as empresas que fazem parte do estudo, levando em consideração as variáveis que influenciam a política de dividendo das ações para que a amostra fique mais heterogênea em relação às políticas de distribuição.

4.2 DESCRIÇÃO DOS INDICADORES E PREMISSAS UTILIZADAS

O preço da ação considerado foi o das cotações na bolsa no último dia útil de cada ano. Sobre os preços, foram adicionados todo tipo de remuneração ao acionista, como bonificações e dividendos. Os preços não foram corrigidos por nenhum indicador de variação de preços, tendo em vista que todas as ações foram negociadas no mercado brasileiro e tiveram a mesma valorização de moeda.

Os fatores determinantes da política de dividendos utilizados na pesquisa foram os de crescimento, capacidade de geração de lucro, liquidez e setor de atividade. A divisão do setor de atividade foi o do site da Revista Exame (2015) que se baseou na classificação da agência de notícias Thomson Reuters. Já o cálculo de crescimento foi dado pela variação percentual dos ativos totais da empresa, tendo como base a fórmula tradicional de cálculo de variação:

$$Crescimento = \frac{Ativos\ Totais\ em\ dez\ 2014}{Ativos\ Totais\ em\ dez\ 2004} - 1. \quad (1)$$

A capacidade de geração de lucros foi representada pelo índice ROA. Esse índice, que mede a relação entre a eficiência global da empresa na geração de lucros com seus ativos disponíveis, é calculado dividindo-se o Lucro Líquido, depois do imposto de renda, pelo ativo total da empresa. A saber:

$$ROA = \text{Lucro Líquido de 2014} / \text{Ativos Total em dez 2014}. \quad (2)$$

A liquidez foi representada pelo Índice de Liquidez Corrente. Esse índice, avalia a capacidade de pagamento da empresa frente as suas obrigações e é calculado a partir da razão entre os direitos a curto prazo da empresa e as dívidas a curto prazo, da seguinte forma:

$$\text{Liquidez Corrente} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}. \quad (3)$$

O *dividend yield* é o pagamento de dividendos proporcional ao preço da ação e é dado pelo valor distribuído em dividendos de um período dividido pelo preço da ação no fechamento do período; nesse caso, o preço a ser considerado é o da cotação do último dia útil do período em questão sem adição de bonificações e dividendos. A saber:

$$\text{Dividend yield} = \text{Dividendos Pagos} / \text{Preço da Ação}. \quad (4)$$

Para o cálculo de Retorno das ações, foi utilizada a variação do preço da ação, tendo como base a fórmula tradicional de cálculo de variação:

$$\begin{aligned} \text{Retorno}_t &= (P_t + D_t) / P_{t-1} - 1 \\ P_t &= \text{Preço da ação no período } t \\ D_t &= \text{Dividendos pagos no período } t \\ P_{t-1} &= \text{Preço da ação no período } t-1 \end{aligned} \quad (5)$$

4.3 METODOLOGIA DE ANÁLISE ESTATÍSTICA

Os indicadores apresentados anteriormente foram utilizados somente para seleção de uma amostra que contemplasse os fatores que influenciam a política de distribuição de dividendos das empresas. Isso porque, não é possível saber exatamente a política tomada pela empresa, somente as ações tomadas, que refletem uma política que necessita ser inferida. Assim, as únicas variáveis utilizadas para estudo estatístico foram *dividend yield* e retorno total das ações.

No caso do presente estudo, estudou-se utilizar como variáveis independentes: *dividend yield*, retorno total_t, *dividend yield*_{t-1}, retorno total_{t-1}. Os dividendos de períodos anteriores e os retornos de períodos anteriores foram considerados como variáveis explicativas, a fim de se investigar a possível influência dada aos retornos de períodos passados. Autores como Boudoukh *et al.* (2007) também utilizaram dividendos de períodos anteriores, via regressão, para a previsão de dividendos de períodos futuros.

Além da regressão, foi utilizado o Teste de Causalidade de Granger, para saber se as políticas de dividendos tinham de fato uma relação de causalidade com o retorno da ação, ou se as relações ocorriam simultaneamente, ou se eram independentes, ou ainda, se na verdade era o retorno da ação que impactava a política de dividendos. O teste de Granger estima as seguintes regressões:

$$X_t = \sum a_i Y_{t-i} + \sum b_i X_{t-i} + u_{1t} \quad (7)$$

$$Y_t = \sum c_i Y_{t-i} + \sum d_i X_{t-i} + u_{2t} \quad (8)$$

em que u_{it} são os resíduos que foram assumidos serem não correlacionados.

Em termos gerais, desde que o futuro não possa prever o passado, se a política de dividendos causa o retorno da ação, então mudanças na política de dividendos devem preceder temporalmente mudanças no retorno da ação.

5. RESULTADOS ENCONTRADOS

Primeiro foi efetuada uma análise descritiva das correlações das variáveis, a fim de verificar as possíveis relações existentes entre elas. A ideia foi identificar se existia uma relação no sentido de Granger que será denotada por D Granger R ou R Granger D. Lembrando que as variáveis que aparecem na Tabela 1 são: Retorno no tempo t (R_t), Retorno do ano anterior (R_{t-1}), *Dividend yield* no tempo t (D_t), e *Dividend yield* do ano anterior (D_{t-1}). Dessa forma, foram criados 6 pares de possíveis associações, combinando-os e medindo suas correlações e autocorrelações para cada ação no período de 2004 a 2014.

A seguir, para cada combinação entre as correlações do retorno (R) e do *dividend yield* (D) e, ainda, das autocorrelações (comparando os retornos em um determinado ano com o ano anterior e, entre os *dividend yields* de um ano com o ano anterior), foram calculadas as estatísticas “ $r \cdot \sqrt{n - 2 / (1 - r^2)}$ ”, apresentadas em Bussab e Morettin (2003, 403), em que r é a notação para a correlação amostral e n a notação para a quantidade de pares utilizados no cálculo da correlação/autocorrelação amostral.

Na Tabela 1, aparece a indicação das quantidades de empresas (entre as 44 empresas da amostra) que apresentaram correlações significativas entre R e D (para maiores detalhes, vide Tabela A.1 do Apêndice A).

Tabela 1 – Relações significativas entre *dividend yield* (D) e retorno (R)

Dividend Yield (D)	Retorno (R)	
	t-1	t
t-1	10 positivas	6 positivas
t	2 negativas 1 positiva	11 positivas

Fonte: Elaborado pelos autores, 2016.

Da Tabela 1, pôde-se concluir que, se existir uma relação, o sentido é de R Granger D, e não de D Granger R, isto porque há 6 ações com correlações significativas entre o Retorno no tempo t e o *Dividend yield* do ano anterior, e apenas 3 ações com correlações significativas em entre o *Dividend yield* no tempo t e o Retorno do ano anterior, sendo que 2 delas indicam sentido inverso, ou seja, para essas duas empresas, o retorno do ano t-1 causou um impacto negativo na distribuição de dividendos do ano t.

Portanto, se houver relação, D_{t-1} impactará R_t , no sentido de Granger, e não R_{t-1} impactará D_t , no mesmo sentido de Granger, e, com isso, pode-se concluir que se houver relação entre D e R, D Granger causa R e não o contrário.

Também foi possível observar que há 12 empresas com autocorrelações positivas significativas entre D_t e D_{t-1} (detalhes na Tabela A.1 do Apêndice A), o que pode ser explicado pela manutenção da política de dividendos dessas empresas. Ou seja, empresas com políticas de distribuir mais dividendos distribuem mais dividendos tanto no tempo t quanto no tempo t-1, enquanto empresas com política de retenção de lucros retêm tanto no tempo t quanto no

tempo $t-1$. Isso reflete a tendência das empresas em adotar estratégias de longo prazo quanto aos dividendos, conseqüentemente, aumentando a correlação temporal.

Devido a “possível” relação de causalidade entre D e R , fez-se necessário utilizar a variável retorno no tempo t (R_t) como possível “efeito” da equação de regressão e as variáveis *Dividend yield* no tempo t (D_t) e *Dividend yield* do ano anterior (D_{t-1}) como variáveis independentes.

Como se pode observar na Tabela A.1, para a maioria das empresas, os dividendos não possuem impacto estatisticamente significativo sobre o retorno. Das 44 ações 8 delas se mostraram favoráveis em relação à política de dividendos, uma vez que os impactos mostraram-se estatisticamente significativos (18,18%).

Além disso, apenas 4 ações se mostraram favoráveis ao impacto da distribuição de dividendos do ano anterior (9,09%). Das 88 relações entre dividendos e retornos estudadas, apenas 12 indicaram alguma significância (13,64%).

Com estes resultados, pode-se afirmar que os dividendos não impactam o retorno das ações. Como as ações são de diferentes setores, com liquidez e crescimento próximos a média desses setores, não há fatores deste tipo comuns entre as ações que indicaram que há relação entre distribuição de dividendos.

6. CONCLUSÃO

Tendo em vista os resultados apresentados na seção anterior, em que a relevância da política de dividendos sobre o retorno da ação não pode ser aceita na maioria das vezes, pode-se afirmar que, assim como sugere a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1961), a política de dividendos não tem relação com o valor de mercado da ação e nem com o retorno obtido pelo acionista, boa parte das vezes. Assim sendo, a hipótese do presente estudo parece ser a mais fiel ao que foi observado nos resultados, chegando-se à conclusão de que os dividendos, apesar de estarem relacionados com os possíveis fatores que o determinam, não possuem relação com os retornos das ações.

O presente estudo questiona a veracidade dos modelos e teorias criadas por John Linter (1956) e Myron J. Gordon (1959), em que afirmam que o investidor é geralmente avesso ao risco e a prática dos dividendos correntes reduziria as incertezas dos investidores e elevariam os preços das ações. Por outro lado, conforme Gitman (2012) resume os autores favoráveis à irrelevância dos dividendos, pode-se também concluir com as teorias que afirmam que o retorno requerido de um investidor não é afetado pela política de dividendos por três motivos:

a. o valor da empresa é determinado exclusivamente pelo retorno e risco de seus ativos (investimentos);

b. se os dividendos afetam o valor, isso ocorre exclusivamente devido a seu conteúdo informacional, que sinaliza as expectativas da administração acerca dos lucros; e

c. há um efeito clientela, que leva os acionistas de uma empresa a receber os dividendos que espera.

O diferencial deste estudo, frente a outros que foram investigados como matriz teórica, é que muitos autores acabam agrupando os retornos de diferentes empresas de modo a tentar aceitar ou refutar a hipótese de relevância. Por exemplo, Corso, Kassai e Lima (2012) utilizaram uma análise de correspondência para verificar a veracidade da teoria da relevância. Em seu trabalho, os autores criaram uma regra para identificar quando um retorno poderia ser considerado alto, médio ou baixo, com base nos quartis de todas as ações que analisaram. Como outro exemplo, Santana (2006) também agrupou ações de empresas do mesmo setor para testar a hipótese de irrelevância. Aqui, optou-se por avaliar ação por ação e o resultado indica

completa aleatoriedade do comportamento da política de dividendos em relação a sua distribuição e o impacto em seus retornos.

Já no estudo de Santos e Xavier (2009), foi realizada uma análise muito próxima da realizada nesta pesquisa. No entanto, a análise dos autores se restringiu a três empresas nacionais e uma estrangeira e acabou levando a conclusão de que as decisões financeiras não influenciam os preços do mercado de ações. Como foi visto, neste estudo, o uso limitado de empresas pode levar a qualquer conclusão, pois devido à completa aleatoriedade das relações, sempre é possível escolher um conjunto de empresas em que, ou a hipótese de relevância seja válida, ou a hipótese de irrelevância.

Assim, não há como afirmar categoricamente que não exista relação entre as variáveis estudadas, mesmo que sejam ações de diferentes setores, com liquidez e crescimento próximos a média de seus setores e não haja nenhum fator comum, dessa natureza, entre as ações que indicariam haver relação entre a distribuição de dividendos e o retorno das empresas.

Portanto, surge como principal limitação deste estudo e sugestão para estudos futuros, que seja realizado um estudo de natureza prospectiva, uma vez que boa parte dos estudos se referem a dados do passado. Isso porque há dificuldade de se coletar dados da distribuição dos dividendos com características mensais, ou seja, no instante em que eles são pagos, o que acaba limitando o *corpus* de análise, já que as empresas pagam os dividendos em meses distintos do ano e o ideal seria coletar dados dos retornos no mesmo período da distribuição de dividendos ou no momento em que as empresas divulgam o pagamento. Assim, essa é a grande limitação deste estudo e da grande maioria dos estudos que buscam estudar esse tema, uma vez que os retornos foram obtidos anualmente, bem como os dividendos, de modo que a influência mensal acabou sendo desconsiderada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AIVAZIAN, V. A.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Dividend Smoothing and Debt Ratings. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 2, p. 439-453, 2006.

ALDRIGHI, D.; MILANEZ, D., Finança Comportamental e a Hipótese dos Mercados Eficientes, **Revista de Economia Contemporânea**. v. 9, n. 1, p 41-65, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BAKER; WURGLER, Market Timing and Capital Structure, **The Journal of Finance**, v. 52, n. 1, 2002.

BANERJEE, S; GATCHEV, V. A.; SPINDT, P. A. Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 2, p. 369-397, 2007.

BENARTZI, D.; SHLOMO, S.; RONI, R.; THALER, M. Do changes in dividends signal the future or the past? **Journal of Finance** v. 52, p. 1007–1034, 1997.

BHATTACHARYYA, N. Dividend policy: a review, **Managerial Finance**, v. 33, n. 1, p. 4 – 13, 2007.

BOUDOUKH, J.; MICHAELY, R.; RICHARDSON, M.; ROBERTS, M. R. On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 877-915, 2007.

BOVESPA, Comprar e Vender Ações, São Paulo, 2004. <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercvist080604.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2014.

BRASIL, Legislativo, Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998.

BUSSAB, W. O; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. São Paulo: Saraiva, 2003.

CALDEIRA MENEZES, H. **Princípios de Gestão Financeira**, São Paulo: Presença, 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. O que é a CVM. <<http://www.cvm.gov.br/port/estagio/MateriasobreCVMeoMVM.asp>>. Acesso em: 22 de out. 2014.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de educação e pesquisa em contabilidade*, v. 6, n. 2, 2012.

DAMODARAN, A. *Finanças Corporativas Aplicadas*, São Paulo: Bookman, 2002.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. The information content of dividend changes: cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 29, n. 4, p. 567-587, 1994.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <<https://economica.com/PT/>>. Acesso em: 11 abr. 2015.

EMERALD Insight. Disponível em: < <http://www.emeraldinsight.com/>>. Acesso em: 11 abr. 2015.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, Y. Dividends and Expropriation. **The American Economic Review**, v. 91, n., p. 54-78, 2001.

FIRTH, M. Dividend Changes, Abnormal Returns, and Intra-Industry Firm Valuations. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 2, p. 189-21, 1996.

GITMAN, L. J. *Princípios da Administração Financeira* 10. ed. São Paulo: Harbra, 2012.

GOETZMANN W.; JORION P., Testing the Predictive Power of Dividend yields. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 2, p. 663-679, 1993.

GORDON, M. J. Dividends, earning, and stock prices. **Review of Economics and Statistics**. p.99-105, 1959.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA, Governança Corporativa, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161/governanca-corporativa>>. Acesso em: 18 abr 2015.

JSTOR. Disponível em: < <http://www.jstor.org/>>. Acesso em: 11 abr. 2015.

LEMES JUNIOR, A. B, **Administração Financeira**, São Paulo: Campus, 2007.

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

MILLER M.; SCHOLLES M., Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence **Journal of Political Economy**, v. 90, n. 6, p. 1118-1141, 1982

MYERS, The Capital Structure Puzzle, **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**. v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MUNSON, C. Dividends. **The Yale Law Journal**, v. 1, n. 5, p. 193-206, 1892.

NAICS, North America Industry of Classification System. Disponível em: <<http://www.naics.com/>>. Acesso em 10 mai 2015.

NISSIM, D; ZIV, A. Dividend Changes and Future Profitability. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2111-2133, 2001.

SANTANA, Luciene. Um estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas na Bovespa, 2006.

Disponível em:< http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Luciene%20Santana.pdf >. Acesso em: 10 mai. 2014.

SANTOS, J. O.; XAVIER, M. Análise da relação entre o preço de mercado das ações ordinárias e as políticas de investimento, financiamento e dividendos: um estudo de caso da Petrobras, da Companhia Brasileira de Distribuição, do Bradesco e da WalMart. **Gestão e Regionalidade**, v. 25, n. 75, p. 91-104, 2009.

SHAO, L.; KWOK, C. C; GUEDHAMI, O. National culture and dividend policy. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 8, p. 1391-1414, 2010.

SHINOHARA, D. Estrutura de Capital e sua Relevância para a Organização, 2002.

APÊNDICE A – Tratamento estatístico dos dados

Tabela A.1 – Correlações e autocorrelações, estatísticas de teste e valores-p

Empresa	Código	Correlações e autocorrelações										Estatísticas = $\sqrt{n-2} \cdot (r-r_{2})$										Valores - p										Regressão			
		DR	DIR-1	D-1R-1	RR-1	R-D-1	DR	DIR-1	D-1R-1	RR-1	R-D-1	n = 10	n = 11	n = 10	Interseção Coef	Interseção Valor-P	D Coef	D Valor-P	D-1 Coef	D-1 Valor-P															
Aco Altona	EAL14	0,97	-0,19	-0,16	0,21	-0,14	-0,18	-0,57	-0,52	-0,45	0,61	-0,39	0,00	0,59	0,62	0,67	0,56	0,70	1,16	0,27	-0,63	0,69	1,99	0,12	0,12	0,20									
Alfa Consorc	BRE11	0,65	-0,26	-0,68	0,20	0,11	-0,82	-2,61	-0,76	0,58	0,30	0,04	0,43	0,03	0,47	0,18	0,58	0,77	0,36	0,31	-0,15	0,12	0,12	0,12	0,12	0,20									
Alfa Holding	RPAD6	0,54	0,30	0,46	0,20	0,56	5,88	1,91	0,88	1,46	0,58	1,91	0,00	0,09	0,40	0,18	0,58	0,09	-0,12	0,39	0,20	0,25	-0,04	0,05	0,80										
Amazonia	BAZA3	-0,14	0,68	-0,34	0,69	-0,13	-0,39	2,79	-1,01	2,69	-0,37	0,57	0,71	0,02	0,34	0,03	0,72	0,59	-1,11	0,08	0,14	0,02	0,05	0,25	0,25										
Amplia Energ	CBEE3	0,25	0,38	-0,30	0,54	-0,52	0,74	1,22	-0,88	1,82	-1,70	-0,59	0,48	0,26	0,40	0,11	0,13	0,57	0,08	0,70	0,12	0,17	-0,09	0,35	0,35										
Banase	BGR4	0,44	0,96	0,41	0,96	0,39	1,38	9,81	2,27	2,55	1,19	1,28	0,21	0,20	0,24	0,00	0,27	0,24	-0,15	0,58	0,09	0,00	0,00	0,77	0,77										
Banestes	BBS3	0,05	0,73	-0,09	0,79	0,24	0,15	3,24	-0,25	3,65	0,69	0,50	0,88	0,01	0,81	0,01	0,51	0,63	-0,93	0,13	0,23	0,03	0,04	0,62	0,62										
Barrisul	BRSR3	-0,04	0,81	-0,06	0,81	-0,03	-0,11	4,16	-0,16	3,93	-0,10	0,25	0,92	0,00	0,88	0,00	0,93	0,81	-0,40	0,24	0,09	0,01	0,01	0,60	0,60										
Bradesco	BBD4	0,10	0,23	0,20	0,23	-0,01	0,29	0,71	0,57	0,67	-0,04	5,25	0,78	0,50	0,88	0,52	0,97	0,00	-0,78	0,03	0,05	0,50	0,27	0,00	0,00										
Brasil	BBAS3	-0,24	0,10	-0,18	0,11	-0,33	-0,71	0,29	-0,51	0,32	-0,98	-0,44	0,50	0,78	0,62	0,76	0,36	0,67	0,43	0,58	0,01	0,88	-0,03	0,73	0,73										
CCR SA	COR03	0,42	0,19	0,22	0,28	-0,07	3,26	4,71	3,90	3,97	2,36	2,87	0,01	0,00	0,00	0,00	0,05	0,02	-0,39	0,16	0,06	0,08	0,02	0,52	0,52										
Celpe	CEF5	0,75	0,84	0,81	0,81	0,64	0,15	1,71	-0,99	1,62	-0,91	-0,52	0,89	0,13	0,35	0,14	0,39	0,62	0,12	0,90	0,22	0,16	-0,08	0,54	0,54										
Celul Itani	RAN3	0,05	0,50	-0,33	0,50	-0,31	1,03	1,38	0,69	1,01	0,47	1,94	0,34	0,21	0,51	0,34	0,65	0,09	-0,20	0,27	0,04	0,08	0,03	0,19	0,19										
Comgas	CGAS5	0,34	0,42	0,34	0,16	0,57	0,45	0,65	-1,88	0,46	-0,28	-0,21	0,66	0,54	0,10	0,66	0,78	0,84	0,25	0,45	0,01	0,86	-0,01	0,83	0,83										
Copel	CPLE6	0,16	0,21	-0,55	0,16	-0,10	3,46	-0,74	-1,40	-0,44	0,56	0,14	0,01	0,48	0,20	0,67	0,59	0,90	0,17	0,60	-0,13	0,55	0,10	0,59	0,59										
Coteminas	CTMVA	0,92	0,58	0,35	0,55	-0,19	6,57	2,16	1,04	1,87	-0,53	0,45	0,00	0,06	0,33	0,10	0,62	0,64	-0,20	0,17	0,46	0,09	-0,28	0,16	0,16										
Embraer	EMBR3	0,77	-0,24	-0,44	-0,15	0,19	0,05	3,46	-0,74	-1,40	-0,44	0,56	0,14	0,01	0,48	0,20	0,67	0,59	0,17	0,60	-0,13	0,55	0,10	0,59	0,59										
Energisa Mt	ENMT4	0,22	-0,24	-0,18	0,28	0,40	0,65	-0,76	-0,52	-0,77	1,25	0,61	0,53	0,47	0,62	0,46	0,25	0,56	0,69	0,17	-0,08	0,62	-0,09	0,58	0,58										
Etermit	ETER3	0,40	0,14	0,15	0,18	0,17	1,24	0,41	0,42	0,51	0,49	4,02	0,25	0,69	0,68	0,62	0,64	0,00	-0,36	0,32	-0,06	0,06	0,14	0,00	0,00										
Forja Taurus	FUTA4	-0,18	0,45	-0,13	0,37	-0,01	-0,51	1,53	-0,36	1,11	-0,03	1,04	0,63	0,17	0,73	0,30	0,98	0,33	-0,73	0,26	0,15	0,10	0,13	0,18	0,18										
Graziotin	CGRA4	0,80	0,24	0,01	0,22	-0,29	3,82	7,15	0,04	0,63	-0,85	0,73	0,01	0,48	0,28	0,55	0,42	0,49	0,20	0,36	0,48	0,02	0,90	0,14	0,21										
Ilausa	ITSA4	0,48	0,36	-0,16	0,36	0,13	1,54	1,15	-0,47	1,08	0,36	1,75	0,16	0,28	0,65	0,31	0,73	0,12	-0,36	0,48	0,02	0,93	0,05	0,65	0,65										
Joao Fortes	JFBN3	0,58	0,04	-0,40	0,03	-0,05	2,03	0,11	-1,25	0,07	-0,14	-0,15	0,08	0,92	0,25	0,94	0,89	0,89	0,44	0,69	0,64	0,44	-0,24	0,57	0,57										
Kepler Weber	KER3	0,52	0,65	0,26	0,74	-0,02	1,73	2,57	0,76	3,15	-0,05	1,28	0,12	0,03	0,47	0,01	0,96	0,24	-0,20	0,63	0,47	0,33	0,24	0,59	0,59										
Klabin S/A	KLBN4	0,47	0,15	0,06	0,14	-0,53	1,50	0,46	0,18	0,41	-1,77	-1,70	0,17	0,65	0,87	0,69	0,11	0,13	0,66	0,13	0,02	0,88	-0,11	0,18	0,18										
Lix da Cunha	LIX04	0,15	-0,03	0,05	-0,02	-0,05	0,42	-0,10	0,15	-0,07	-0,13	-1,10	0,69	0,92	0,89	0,95	0,90	0,30	0,53	0,14	0,00	0,94	-0,04	0,35	0,35										
Lojas Americ	LAME4	0,86	0,20	0,29	0,21	-0,44	4,73	0,62	0,85	0,59	-1,40	0,83	0,00	0,55	0,42	0,57	0,20	0,43	0,16	0,65	0,20	0,73	0,03	0,93	0,93										
Mendes Jr	MEND3	0,49	0,20	0,47	0,18	-0,12	1,60	0,62	1,52	0,51	-0,34	-0,67	0,15	0,56	0,17	0,62	0,74	0,52	0,62	0,22	0,02	0,44	-0,02	0,36	0,36										
Mont Aranha	MOAR3	-0,23	0,54	0,30	0,51	-0,26	-0,68	1,93	0,88	1,66	-0,77	-1,33	0,52	0,09	0,41	0,14	0,46	0,22	0,29	0,55	0,05	0,23	-0,04	0,33	0,33										
Oi	OBR4	0,12	0,43	0,15	0,37	-0,01	0,34	1,42	0,43	1,13	-0,02	-1,72	0,74	0,19	0,68	0,29	0,98	0,12	0,15	0,45	0,02	0,11	-0,02	0,07	0,07										
P.Acucar-Obd	PCAR4	0,20	0,03	0,23	0,08	-0,19	0,58	0,08	0,66	0,22	-0,54	-0,13	0,38	0,93	0,52	0,83	0,61	0,90	0,21	0,73	0,02	0,97	-0,07	0,90	0,90										
Parapanama	PRAM3	-0,11	-0,25	-0,26	-0,30	0,24	-0,32	-0,76	-0,75	-0,88	-0,71	0,59	0,76	0,47	0,48	0,40	0,50	0,57	0,23	0,48	-0,08	0,55	0,06	0,63	0,63										
Petrobras	PETR4	0,13	-0,13	-0,13	0,28	-0,05	0,36	-0,38	-0,38	0,84	-0,14	1,24	0,73	0,71	0,71	0,71	0,43	0,89	0,25	-0,19	0,73	-0,06	0,45	0,15	0,23										
Portobello	PTBL3	0,97	-0,07	0,06	0,12	-0,30	1,14	-0,21	0,17	0,36	-0,88	-0,36	0,00	0,84	0,87	0,73	0,41	0,73	0,08	0,55	1,49	0,01	-2,96	0,01	0,01										
Rossi Resid	RSD3	0,05	0,09	-0,24	0,03	-0,13	0,15	0,28	-0,70	0,10	-0,38	-1,05	0,88	0,78	0,50	0,93	0,71	0,33	0,85	0,35	0,08	0,77	-0,26	0,35	0,35										
Sabesp	SBS3	0,38	0,20	-0,40	0,24	-0,09	1,17	0,61	-1,22	0,71	-0,25	0,69	0,27	0,26	0,26	0,50	0,81	0,51	0,00	0,99	0,03	0,66	0,03	0,68	0,68										
Sao Carlos	SCAR3	-0,41	0,85	-0,35	0,86	-0,27	-1,27	4,81	-1,07	4,86	-0,80	-1,12	0,24	0,00	0,32	0,00	0,45	0,29	-0,16	0,60	0,21	0,01	-0,01	0,90	0,90										
Saraiva Livr	SLE4	-0,20	0,49	-0,39	0,19	-0,20	-0,57	1,70	-1,18	1,54	-0,59	0,39	0,58	0,13	0,27	0,61	0,57	0,71	-1,02	0,27	0,12	0,12	0,15	0,46	0,46										
Sondecnica	SOND5	0,25	0,51	0,00	0,65	-0,38	0,73	1,77	0,01	2,45	-1,16	-0,85	0,48	0,11	1,00	0,04	0,28	0,42	0,89	0,06	0,03	0,08	-0,02	0,18	0,18										
Telef Brasil	VMT4	0,54	0,83	0,41	0,84	0,21	1,81	4,47	1,26	4,42	0,62	1,42	0,11	0,00	0,24	0,00	0,55	0,19	-0,38	0,16	0,06	0,03	0,00	0,90	0,90										
Tim Part S/A	TIMP3	0,52	0,31	0,28	0,37	-0,08	1,72	0,96	0,83	1,11	-0,22	1,77	0,12	0,30	0,43	0,30	0,83	0,44	-0,06	0,83	0,01	0,91	0,15	0,22	0,22										
Tupy	TUPY3	0,56	0,18	-0,23	0,18	-0,27	1,90	0,59	-0,68	0,51	-0,80	2,23	0,09	0,59	0,52	0,62	0,44	0,06	-0,03	0,91	-0,04	0,69	0,20	0,09	0,09										
Usiminas	USIM5	0,80	0,47	0,53	0,36	-0,19	3,78	1,60	1,76	1,08	-0,53	1,53	0,01	0,15	0,12	0,31	0,61	0,16	-0,20	0,51	0,03	0,72	0,05	0,59	0,59										
Vale	VALE5	0,45	-0,48	-0,45	-0,32	-0,34	1,44	-1,66	-1,41	-0,95	-1,01	-0,71	0,19	0,14	0,20	0,37	0,34	0,50	0,61	0,15	-0,08	0,25	-0,01	0,94	0,94										

Fonte: Elaborada pelos autores, 2016.