



A Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em Empresas Brasileiras

The Influence of Dividend Policy on Market Value: Evidence in Brazilian Companies

Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior¹, Daianny Batista Marques²,
Sylvia Rejane Magalhães Domingos³, Vera Maria Rodrigues Ponte⁴

RESUMO

Com base na Teoria da Relevância dos Dividendos, o presente estudo investigou a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado nas companhias listadas na BM&F Bovespa. Por meio de testes de correlação entre as variáveis analisadas e de regressão múltipla com dados em painel balanceado, foram analisados os dados de 189 empresas, referentes ao período de 2009 a 2014. Como *proxy* para a variável dependente valor de mercado, considerou-se o logaritmo do valor de mercado disponível na Economática[®]. Como variável independente, foi utilizada a política de dividendos, tendo como *proxy* o Índice *Payout*. No modelo econométrico proposto, foram embutidas duas variáveis de controle apontadas pela literatura como significantes para explicar o valor de mercado das firmas: tamanho e endividamento. Os resultados apontam que, no geral, o *Payout* não se mostra significativo para explicar o valor de mercado das firmas. No entanto, em uma análise adicional, segregando-se a amostra por setor econômico, constatou-se que, nos setores Utilidade Pública e Consumo Não Cíclico, o *Payout* apresenta relação positiva e significativa para explicar o valor de mercado das firmas. Assim, o presente estudo revela indícios de que a política de distribuição de lucros é relevante para explicar o valor de mercado das firmas, desde que condicionada a características particulares de alguns setores da economia.

Palavras-chave: Política de Dividendos; Valor de Mercado; Teoria da Relevância dos Dividendos.

ABSTRACT

Based on the Dividend Relevance Theory, this study investigated the relationship between the dividend policy and the market value of the companies listed on the BM&F Bovespa. We performed correlation tests between the variables analyzed and multiple regression with data in a balanced panel. Data from 189 companies were analyzed referring to the period from 2009 to 2014. As a proxy for the market value dependent variable, we considered the

¹ Mestrado em andamento em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará - UFC, Ceara (Brasil). E-mail: dantebcviana@gmail.com

² Mestrando em Administração e Controladoria pelo Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará - UFC, Ceará (Brasil). E-mail: hqcontabil@gmail.com

³ Doutorado em andamento em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará - UFC, Ceará (Brasil). E-mail sylvia_rejane@hotmail.com

⁴ Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo - USP, (Brasil). E-mail: vponte@fortalnet.com.br

logarithm of the market value available in Economática®. As an independent variable, a dividend policy was used, with the Payout Index as a proxy. In the proposed econometric model, two control variables were identified as significant in explaining the market value of firms: size and debt. The results indicate that, in general, the Payout does not prove significant vis `a vis firms' market value. However, in an additional analysis, by segregating the sample according to economic sectors, it was found that in the Public Utilities and Non-Cyclical Consumption sectors, Payout presents a positive and significant relation in accounting for firms' market value. Thus, the present study shows indicators that the profit distribution policy is relevant in explaining the market value of firms, based upon specific characteristics in some sectors of the economy.

Keywords: *Dividend Policy; Market value; Dividend Relevance Theory.*

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a temática Política de Dividendos vem sendo discutida no âmbito econômico-financeiro. Segundo Ribeiro (2010), a relevância desse tema está associada ao fato de os investidores, ao analisar as opções de investimentos no mercado de ações, observarem principalmente os valores de dividendos distribuídos pelas empresas.

Alguns estudos investigam a relação entre a política de dividendos da empresa e o seu valor de mercado (Brealey, Myers, & Allen, 2013; Correia & Amaral, 2002; Corso, Kassai, & Lima, 2012; Dedman, Kungwal, & Stark, 2010; Novis & Saito, 2002; Omokhudu & Ibadin, 2015; Silva & Dantas, 2015). No entanto, apesar da crescente discussão acerca do tema, ainda há controvérsia quanto à ocorrência dessa relação.

As divergências encontradas nos estudos sobre política de dividendos, conforme apontam Martins e Famá (2012), podem ser explicadas por meio da utilização de algumas teorias, como a Teoria da Relevância dos Dividendos (Durand, 1959) e a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (Miller & Modigliani, 1961).

De acordo com Miller e Modigliani (1961), na Teoria da Irrelevância dos Dividendos, o valor de mercado de uma empresa está associado à criação de fluxo de caixa e aos riscos decorrentes desse processo. Logo, o gestor da organização não detém a capacidade de influenciar o valor de mercado da empresa com base na alteração da política de dividendos. Conforme a Teoria da Relevância dos Dividendos, também conhecida como Teoria do Pássaro na Mão, segundo Gordon (1959) e Lintner (1956), os acionistas preferem dividendos correntes. Dessa forma, as organizações diminuem a imagem de incerteza quanto ao pagamento dos dividendos, contribuindo, assim, para a elevação dos respectivos valores de mercado. Com isso, estabelece-se uma relação direta entre política de dividendos e valor de mercado.

Estudos realizados no Brasil tentaram explicar a relação entre a distribuição de lucros e seus impactos no mercado. Alguns concluíram que há relação entre a distribuição de dividendos e o retorno das ações (Correia & Amaral, 2002; Corso, Kassai, & Lima, 2012; Novis & Saito, 2002; Silva & Dantas, 2015). Outros não identificaram relação significativa entre esses fatores (Bruni, Gama, Famá, & Firmino, 2003; Bueno, 2002).

Silva e Dantas (2015) apontam que não há uma conclusão a respeito da relevância dos dividendos para o valor de mercado da empresa, mas geralmente a gestão das empresas trata a política de dividendos como um fator importante.

Nesse sentido, é possível constatar que, em sua maioria, os estudos que investigaram a temática no Brasil sinalizaram uma possível relação entre as variáveis valor de mercado e política de dividendos (Brugni, Rodrigues, Cruz, & Szutser, 2012; Corso, Kassai, & Lima, 2012; Forti, Peixoto, & Alves, 2015).

Assaf Neto e Lima (2010) destacam alguns fatores que explicam a importância da distribuição de dividendos, entre os quais a constante necessidade de caixa dos investidores, a relação entre expectativa e certeza, em que o acionista prefere o recebimento de recursos presentes em detrimento de possíveis ganhos futuros; a valorização da empresa por meio de dividendos constantes em razão da redução dos riscos, entre outros.

Assim, com fundamento na Teoria da Relevância dos Dividendos, o presente estudo objetivo investigar a relação entre o valor de mercado e a política de dividendos nas companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa), com vistas a verificar se esta teoria se adequa ao mercado brasileiro. Dessa forma, levanta-se como hipótese de estudo que o valor de mercado da empresa tem relação positiva e significativa com a sua política de dividendos.

A investigação que prioriza o impacto da política de dividendos da empresa sobre o seu valor de mercado é, ainda hoje, efetivada e discutida na área de finanças empresariais (Barreto, 2011). Mesmo com a elevada produção científica a respeito da temática, as controvérsias giram em torno da relevância da política de dividendos, ou seja, de haver uma relação direta entre política de dividendos e valor de mercado, ou da irrelevância da política de dividendos, de modo a determinar que a política de dividendos e o valor de mercado não estão relacionados.

Sob esse enfoque, Brealey, Myers e Allen (2008), Naceur, Goaid e Belanes (2006) e Viana Junior e Ponte (2016) apontam que a temática política de dividendo das organizações é um dos assuntos de maior relevância no campo de finanças, tanto no meio empresarial como no acadêmico. Dessa forma, este estudo tem a intenção de contribuir para a atual agenda de produção científica nacional no que tange à temática, além de buscar evidências de comportamento diferenciado entre os setores de atuação por meio do modelo adotado, o que seria um avanço em relação aos estudos anteriores.

O presente artigo foi estruturado em seis tópicos, incluindo-se esta introdução. No tópico dois, é apresentado o referencial teórico, que aborda os aspectos legais da distribuição de dividendos no Brasil, as teorias da relevância e da irrelevância da política de dividendos e os estudos empíricos anteriores. Nos tópicos três, quatro e cinco, estão dispostas, respectivamente, a metodologia da pesquisa, a apresentação dos resultados e a discussão dos resultados alcançados, seguindo-se as considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Aspectos legais da distribuição de lucros no Brasil

O primeiro aporte financeiro recebido pela empresa antes de dar início a suas atividades provém do capital investido pelo acionista. A partir de então, o acionista espera receber retornos, que podem ser por meio de bonificações, de ganhos de capital na venda de ações, de juros sobre capital próprio ou de dividendos. Contudo, no Brasil, os dividendos e os juros sobre capital próprio continuam sendo as práticas mais utilizadas pelas empresas quando se trata de remunerar os acionistas pelo investimento feito na companhia (Boulton, Braga-Alves, & Shastri, 2012).

A remuneração dos acionistas por juros sobre capital próprio gera um benefício para a companhia, já que o valor pode ser deduzido da base de cálculo do imposto de renda (Assaf Neto, 2014). Segundo esse autor, dividendo é a parcela do lucro líquido da companhia distribuída entre os acionistas. De acordo com a Lei nº 6.404/1976 (Leis das Sociedades por Ações), o estatuto da companhia deve estabelecer a parcela correspondente ao dividendo obrigatório. Se o estatuto for omissivo quanto a essa parcela, o dividendo mínimo obrigatório corresponderá, no geral, a 50% do lucro líquido da companhia, em cada exercício, diminuído ou acrescido dos valores relativos à importância destinada à constituição da reserva legal e ao montante destinado à formação da reserva para contingências (Lei nº 6.404/1976, art. 202).

No Brasil, os titulares de ações preferenciais têm prioridade no recebimento dos dividendos, ou seja, se não houver lucro suficiente para a distribuição a todos os acionistas da companhia, os proprietários de ações preferenciais são contemplados em detrimento dos titulares de ações ordinárias (Fonteles, Peixoto Junior, Vasconcelos, & De Luca, 2012).

Quanto ao direito de recebimento, os dividendos podem ser classificados em cumulativos e não cumulativos. Os cumulativos conferem aos acionistas o direito de recebimento no exercício em que o lucro for suficiente, ao passo que os dividendos não cumulativos não garantem esse direito aos acionistas, prerrogativa essa dependente de previsão estatutária (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2015).

No que se refere à apropriação dos lucros, os dividendos podem ser classificados como mínimos, fixos e obrigatórios. Os dividendos fixos e mínimos são previamente definidos no estatuto das companhias, seja em valores certos, seja em percentual do capital, e são os tipos geralmente atribuídos aos acionistas preferência listas (Martins, Gelbeke, Santos, & Iudícibus, 2013). Ao contrário dos dividendos fixos, apenas o dividendo mínimo possibilita aos seus beneficiários o direito à participação nos lucros. Segundo Fonteles *et al.* (2012), os dividendos obrigatórios interessam principalmente aos acionistas ordinários.

2.2. Política de dividendos e teorias

Segundo Loss e Sarlo Neto (2003), a política de dividendos, além de abranger questões relativas às decisões por parte dos gestores em relação à quantificação do que deve ser pago aos acionistas, engloba, também, a quantidade monetária que ficará retida e os motivos que levaram a essa retenção.

Segundo Ribeiro (2010), existe certa problemática no âmbito da política de dividendos, pois a distribuição de dividendos feita pela empresa é levada em conta pelos acionistas no momento de investirem em ações que são lançadas no mercado. Não obstante, a política de dividendos praticada pela empresa afeta tanto os planos de investimento quanto os de endividamento. Assim, é necessário discernir o nível ótimo de distribuição de dividendos que venha a maximizar o rendimento do investimento realizado pelos acionistas e que atenda às necessidades de autofinanciamento da organização.

Entre as teorias desenvolvidas sobre política de dividendos, destaca-se a Teoria da Relevância dos Dividendos, segundo a qual os acionistas preferem, dentro de um ambiente de incerteza, receber dividendos correntes (Durand, 1959; Lintner, 1962; Gordon, 1963). Em sentido contrário, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, desenvolvida por Miller e Modigliani (1961), afirma que há irrelevância, em certas situações, na estrutura financeira utilizada pelas instituições empresariais, como forma de financiar seus investimentos.

A acepção, por parte dos investidores, de que a política de dividendos estruturada pela política financeira da empresa influenciava a cotação das suas ações era elementar até o início da década de 1960. A teoria do “pássaro na mão” (termo associado à Teoria da Relevância

dos Dividendos) sustenta a ideia de que mais vale um dividendo na mão do que determinado valor incerto, fazendo com que os investidores priorizassem as ações das empresas que distribuem lucros (Gitman, 2010). Estudos recentes, como os de Fama e French (2001), de Denis e Osobov (2008) e de Viana Junior e Ponte (2015, 2016), afirmam que há, sim, a maximização do valor da empresa decorrente da distribuição significativa de dividendos.

Miller e Modigliani (1961) discordam da teoria do “pássaro na mão” e afirmam que não existe uma estrutura de capital ótima, que mescle capital próprio e capital de terceiros e que superestime significativamente o valor das ações. A teoria desses autores é apoiada em um mercado perfeito, na racionalidade dos agentes do mercado e na ausência de custos de transação.

Assim, segundo Hess (1999), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos foi considerada logicamente consistente e, logo, aceita. No entanto, ao se considerar as imperfeições do mercado — como assimetrias de informação, impostos, custos de transação e conflitos de interesses entre administradores e acionistas —, dentro do arcabouço teórico da teoria em questão, surgem as controvérsias.

Brigham e Gordon (1968), porém, não confirmaram a irrelevância dos dividendos ao investigarem a indústria de energia elétrica, assim como Long (1978), ao avaliar a Citizens Utilities Company. Nessa discussão, apesar de Blume (1980), Elton, Gruber e Rentzler (1983) e Litzenberger e Ramaswamy (1979, 1980, 1982) afirmarem que existe uma relação entre os retornos esperados e os dividendos, não há consenso acerca da política mais adequada (Martins & Famá, 2012).

2.3. Sumarização dos resultados da literatura

A temática política de dividendos já foi alvo de pesquisas em diversas vertentes. Ao se abordar a relação entre política de dividendos e valor de mercado das empresas, encontram-se estudos anteriores que evidenciam a falta de consenso em torno dessa relação.

2.3.1. Estudos nacionais

Correia e Amaral (2002) investigaram o efeito da distribuição dos lucros sobre o valor de mercado das empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, no período de 1994 a 2000, buscando verificar se o retorno das ações tem como um dos fatores explicativos a distribuição de dividendos, além do risco sistemático, ou seja, o risco do mercado como um todo ou o risco de um setor específico. Os resultados apontaram que tanto os dividendos como o risco sistemático explicam a rentabilidade das ações no mercado.

Ao investigar empresas brasileiras no período de 1994 a 1999, Bueno (2002) averiguou a relação entre *dividend yields* e taxa de retorno das ações, não encontrando evidências de que há relação entre essas variáveis.

Bruni *et al.* (2003), ao investigar empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, em 2002, obtiveram resultados que indicavam a inexistência de retornos anormais em torno da data do anúncio dos dividendos. Por outro lado, também obtiveram resultados que apontaram a presença de dividendos anormais em ações que apresentaram *dividend yield* superior à média, mostrando a relevância da política de dividendos no Brasil com ações com maior *dividend yield* que apresentaram rentabilidades superiores.

Nossa, Nossa e Teixeira (2007) investigaram empresas listadas na Bovespa, no período de 1995 a 2004, com o objetivo de verificar a eficiência das empresas que

distribuíram dividendos no período. Observaram que as empresas que distribuem dividendos são mais eficientes do que as empresas que não os distribuem, relatando, inclusive, que o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.

Ao investigar os fatores que são levados em consideração pelos gestores das companhias brasileiras para as decisões de dividendos, por meio de pesquisa do tipo *survey*, Ambrozini (2011) demonstra que os gestores atribuem maior grau de importância a fatores como a legislação brasileira, o estatuto das companhias e a disponibilidade de caixa do que a fatores como efeito da inflação na formação do lucro contábil e ganho ou perda com a valorização ou a desvalorização da ação da empresa pelo acionista. Além disso, o autor propôs um modelo conceitual de apoio à decisão de destinação dos lucros empresariais.

Corso, Kassai e Lima (2012) investigaram a relação da distribuição de dividendos e da remuneração por meio de juros sobre capital próprio com o retorno das ações em empresas listadas na BM&F Bovespa, no período de 1995 a 2008. Seus resultados apontaram que é inversa a relação da distribuição de dividendos e da remuneração por meio de juros sobre capital próprio com o retorno das ações.

Investigando a relação entre a política de dividendos das instituições financeiras listadas na BM&F Bovespa e seu valor de mercado, no período de 2000 a 2014, Silva e Dantas (2015), a partir dos resultados dos testes, corroboraram a hipótese da irrelevância da política de dividendos no valor de mercado.

Silva, Nardi e Tonani (2016) verificaram que a divulgação do Dividendo Adicional Proposto (DAP) para o mercado de capitais brasileiro influencia o preço das ações devido ao seu conteúdo informacional, o que revela informação útil para o mercado, coerente com estudos da área.

Viana Júnior e Ponte (2016), ao investigar a política de dividendos de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa e de companhias estadunidenses listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, no período de 2008 a 2014, concluíram que as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras, ao passo que as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam a política de distribuição de lucros das firmas estadunidenses. Os autores ressaltaram que a política de dividendos pode ser explicada por fatores específicos dos respectivos contextos econômicos.

2.3.2. Estudos internacionais

A pesquisa realizada por Elton e Gruber (1970), em que foi examinado o comportamento das ações listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), no período de abril de 1966 a março de 1967, mostrou que, quando a distribuição de dividendos ocorre sob a forma de mais valia, a queda no valor da cotação das ações é menor do que quando essa ocorre sob a forma de dividendos, de modo que o aumento no valor dos dividendos impacta negativamente o valor da empresa.

Black e Scholes (1974) demonstraram que não existe uma correlação entre cotação das ações e política de dividendos, ao estudar os dados mensais sobre dividendos, preços e retornos para cada ação ordinária listada na NYSE entre janeiro de 1926 e março de 1966, o que reforça a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Gentry, Kemsley e Mayer (2001) chegaram à conclusão de que a política de dividendos influencia positivamente o valor de mercado da empresa. De acordo com a pesquisa realizada por eles, em que foram investigadas 85 empresas que integram o *Real*

Estate Investment Trusts (REIT), no período de 1992 a 1999, quanto maior for o dividendo, maior será a cotação da ação.

Dedman, Kungwal e Stark (2010), ao aglutinar os modelos empíricos utilizados por Akbar e Stark (2003) e Hess (1999), com o intuito de investigar a relação entre os vários tipos de distribuição patrimonial líquida, como dividendos regulares, dividendos especiais e recompra de ações pelo valor de mercado de todas as empresas não financeiras britânicas cotadas na Bolsa de Londres, entre 1992 e 2006, identificaram uma relação positiva entre o valor de mercado da empresa e a sua política de dividendos, considerando-se que os efeitos das variáveis lucro, valor contábil, despesas com pesquisa e desenvolvimento e despesas de capital tenham sido controlados.

Omokhudu e Ibadin (2015) analisaram a relevância da informação contábil na Nigéria, tendo apresentado como resultados que o lucro líquido, o fluxo de caixa e os dividendos anunciados se mostraram de maior utilidade para os investidores no processo de tomada de decisão.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. População e amostra do estudo

A população da pesquisa reuniu todas as 524 empresas listadas na BM&FBovespa em 30 de junho de 2015. Uma vez que o endividamento das firmas foi utilizado como variável independente neste estudo, conforme doravante explicitado, foram excluídas, desse total, as instituições financeiras, dadas suas peculiaridades, principalmente no que tange a suas formas de endividamento (Crisóstomo & Freire, 2015), como forma de excluir vieses dos resultados. Foram, também, eliminadas das análises as empresas que não divulgaram algumas das informações relativas às variáveis utilizadas neste estudo, o que resultou em uma amostra de 189 empresas.

Uma visão geral da seleção da amostra pode ser observada nas tabelas 1 e 2.

Tabela 1 – Composição da amostra

Especificação	Quantidade
Empresas listadas na BM&FBovespa em 30/06/2015	524
(-) Instituições financeiras	(140)
(-) Empresas que não divulgaram algumas das informações relativas às variáveis utilizadas	(195)
Amostra	189

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 2 – Composição da amostra por setor de atuação

Setor	Quantidade de empresas
Bens Industriais	55
Consumo Cíclico	24
Consumo Não Cíclico	27
Materiais Básicos	52
Utilidade Pública	31
Total	189

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2. Definição das variáveis e hipóteses

Adotou-se como variável dependente o valor de mercado, operacionalizando-se a variável pelo logaritmo do valor de mercado das empresas disponível no banco de dados da Economática®. O cálculo realizado pela Economática® consiste, basicamente, na multiplicação do valor de mercado das ações no último dia útil do ano (consensualmente, 30 de dezembro) pela quantidade de ações das empresas. Metodologia semelhante pode ser encontrada nos estudos de Barreto (2011) e Lyra e Olinquevitch (2007).

Utilizou-se como variável independente, para a construção do modelo estatístico desta pesquisa, o Índice *Payout, proxy* para determinar a política de dividendos das empresas. Foram utilizadas, também, duas variáveis de controle — tamanho e endividamento —, que foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre a variável dependente (valor de mercado), conforme apontam estudos anteriores (Barreto, 2011; Bhagat & Black, 2002; Franco, 2006; Martins, Dantas, Rezende, & Monte, 2009; Silva, 2004).

Dedman *et al.* (2010), Gentry *et al.* (2001), Viana Junior e Ponte (2015, 2016), por exemplo, encontraram uma correlação positiva entre o montante de dividendos distribuídos e o valor de mercado das firmas. O suporte para os achados é o de que, ao anunciar para o mercado uma elevada quantia de dividendos, as empresas estariam dando sinais positivos aos investidores, o que aumenta o valor dos papéis. O exposto alinha-se à Teoria da Relevância dos Dividendos. Dessa forma, assume-se como primeira hipótese do estudo a seguinte:

H₁: Há correlação positiva e significativa entre política de dividendos e valor de mercado.

Achados como os de Bhagat e Black (2002) e Franco (2006) demonstram uma correlação positiva entre o ativo da empresa e seu valor de mercado. As empresas maiores têm mais facilidade de entrar no mercado de capitais e, conseqüentemente, obtêm mais vantagens, ao aumentar seu valor de mercado. Dado o exposto, o estudo levanta a segunda hipótese:

H₂: Há correlação positiva e significativa entre tamanho e valor de mercado.

Barreto (2011) e Martins *et al.* (2009) encontraram uma correlação negativa e significativa entre o grau de alavancagem financeira e o valor de mercado de empresas portuguesas, no sentido de que, quanto maior for o risco financeiro suportado pela empresa, maior será o seu risco de falência e, portanto, maior será também a probabilidade de os investidores perderem uma parte importante do seu investimento, o que sinaliza uma má gestão da empresa e, portanto, reduz a cotação das ações. Dessa forma, tem-se a terceira e última hipótese do estudo:

H₃: Há correlação negativa e significativa entre grau de alavancagem e valor de mercado.

Assim, a variável independente e as variáveis de controle, as quais tiveram como fonte a base de dados Economática®, são apresentadas de forma resumida na Tabela 3.

Tabela 3 – Resumo das variáveis independente e de controle

Variável	Proxy	Impacto no valor de mercado	Fundamentação
Política de dividendos (Índice <i>Payout</i>)	Dividendos distribuídos / Lucro líquido	Positivo	Baker e Kapoor (2015) Baker e Powell (2012) Deman <i>et al.</i> (2010)Gentry <i>et al.</i> (2001) Ross (2002) Viana Júnior e Ponte (2015, 2016)
Tamanho	Logaritmo neperiano do ativo total	Positivo	Bhagat e Black (2002) Franco (2006) Silva (2004)
Endividamento	Passivo total/ Ativo total	Negativo	Barreto (2011) Martins <i>et al.</i> (2009) Silva (2004)

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.3. Procedimentos estatísticos

Inicialmente, foi realizada a estatística descritiva da variável dependente (cotação por ação) e da variável independente (Índice *Payout*) ano a ano (2009-2014). Realizaram-se, também, testes de correlação entre as variáveis estudadas, no sentido de se investigar como, no geral, elas se inter-relacionam (Gujarati & Porter, 2011).

Por fim, utilizaram-se modelos de regressão múltipla com dados em painel balanceado. Dadas as variáveis utilizadas no estudo, a equação da regressão, como forma básica, segundo Gujarati e Porter (2011), pode ser representada pela equação a seguir:

$$VMC_{it} = \alpha_i + \beta_1 PAYOUT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

em que:

VMC: valor de mercado

PAYOUT: Índice *Payout*

TAM: tamanho

ENDIV: endividamento

β : coeficientes do modelo

ε : termo de erro

i: a empresa

t: o tempo

Para analisar a relação entre valor de mercado e setor de atuação, a equação original da regressão foi acrescida das *dummies* setoriais, podendo ser, assim, enunciada:

$$VMC_{it} = \alpha_i + \beta_1 PAYOUT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + D_setor1 + D_setor2 + D_setor3 + D_setor4 + \varepsilon_i \quad (2)$$

Em que:

VMC: valor de mercado

PAYOUT: Índice *Payout*

TAM: tamanho

ENDIV: endividamento

β : coeficientes do modelo

D_setor1: bens industriais

D_setor2: consumo cíclico

D_setor3: consumo não cíclico

D_setor4: materiais básicos

ε : termo de erro

i: a empresa

t: o tempo

No geral, as três abordagens mais comuns para análise de dados em painel são o *Pooled Ordinary Least Squares – POLS* (Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados), o *Fixed-Effects Model* (Modelo de Efeitos Fixos) e o *Random Effects Model* (Modelo de Efeitos Aleatórios). A escolha do modelo mais adequado foi embasada na comparação realizada pelos testes de Hausman, *F* de Chow e *LM* de Breusch-Pagan.

Dessa forma, após a definição do método mais adequado, buscando-se atender aos pressupostos básicos do modelo clássico de regressão linear (Gujarati & Porter, 2011, p. 325), aplicou-se a Correção de White, com o objetivo de reduzir a heterocedasticidade dos resíduos. No mesmo sentido, aplicou-se o Teste de Wald, por meio da sintaxe *testparm* — uma vez que se optou pelos efeitos fixos —, no intuito de se embutir, quando fosse o caso, *dummies* temporais relativas aos anos explorados no painel (2009-2014).

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A estatística descritiva da variável dependente e a da variável independente (*Payout*) foram organizadas nas tabelas 4 e 5, respectivamente:

Tabela 4 – Estatística descritiva da variável VMC

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Média	9,0979	9,1616	9,0862	9,1075	9,0677	8,9680
Mediana	9,1816	9,2552	9,1927	9,2704	9,2117	9,0561
Mínimo	7,0660	7,1508	6,9142	6,7892	6,6236	6,6131
Máximo	11,5404	11,5801	11,4647	11,4221	11,4329	11,4063
Desvio-padrão	0,8442	0,8245	0,8627	0,9325	0,9400	0,9698
Coefficiente de variação	0,0919	0,0890	0,0938	0,1005	0,1020	0,1070

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4, observa-se, quanto ao valor de mercado das empresas avaliadas durante o período de 2009 a 2014, que os dados estatísticos descritivos não apresentaram valores

discrepantes, haja vista que o coeficiente de variação se manteve inferior a 0,11 ao longo do período, ou seja, a média revelou-se constante, o que sugere homogeneidade da amostra selecionada com relação a esse indicador.

Tabela 5 – Estatística descritiva da variável política de dividendos (Índice *Payout*)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Média	0,3636	0,5375	0,3674	0,3542	0,6303	0,3741
Mediana	0,1461	0,2135	0,2247	0,1663	0,1868	0,1674
Mínimo	-0,3011	-0,9894	-1,7324	-8,1492	-1,9524	-9,4205
Máximo	3,6569	5,3207	3,8908	5,4905	6,2655	8,0743
Desvio-padrão	0,8647	2,2955	0,6864	1,6604	4,3739	1,4559
Coeficiente de variação	5,9185	10,7517	3,0547	9,9843	23,4149	8,6971

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto à análise da estatística descritiva da variável independente *Payout*, conforme se observa na Tabela 5, verificam-se consideráveis diferenças entre os valores máximo e mínimo ao longo do período analisado, o que sugere a adoção de políticas de dividendos diferenciadas pelas empresas. Destacam-se índices *Payout* superiores a 100% em todos os anos investigados, advindos de empresas pertencentes a setores regulados pelo Estado, como, por exemplo, a “CEB Distribuição” (maior *Payout* de 2010, de 532%), a “Celpe” (maior *payout* de 2011, de 389%) e a “CTEEP” (maior *Payout* de 2013, de 626%), companhias pertencentes ao segmento Energia Elétrica, que, por sua vez, enquadra-se no setor Utilidade Pública, segundo a classificação adotada pela BM&FBovespa.

Ainda com base na Tabela 5, verificam-se, também, pelo mínimo das observações em todos os períodos, empresas com *Payout* negativo, ou seja, companhias que, mesmo tendo apresentado prejuízos, ainda optaram por distribuir dividendos nos períodos analisados.

A Tabela 6 apresenta os dados relativos à análise da correlação entre as variáveis, cujo objetivo é o de detectar variáveis altamente correlacionadas que podem gerar problemas de multicolinearidade para excluí-las do modelo adotado no estudo.

Tabela 6 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo

		VMC	PAYOUT	TAM	ENDIV
VMC	Correlação de Pearson	1,0000			
	p-value	-			
	N	1.134			
PAYOUT	Correlação de Pearson	0,0987(***)	1,0000		
	p-value	0,0009			
	N	1.134	1.134		
TAM	Correlação de Pearson	0,8521(***)	0,0853(***)	1,0000	
	p-value	0,0000	0,0040		
	N	1.134	1.134	1.134	
ENDIV	Correlação de Pearson	-0,1139(***)	-0,0107	-0,1674(***)	1,0000
	p-value	0,0000	0,7189	0,0000	
	N	1.134	1.134	1.134	1.134

(***) Significância ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 6, é possível observar que a maior correlação, de aproximadamente 85%, ocorre entre as variáveis VMC e TAM. Destacam-se, ainda, correlações significantes, de formas positiva e negativa, entre o VMC e as variáveis PAYOUT e ENDIV, respectivamente.

A Tabela 7 apresenta a regressão do modelo adotado neste estudo — que utiliza como *proxy* de valor de mercado o logaritmo do valor de mercado das empresas —, após a Correção de White. Foram adotadas duas análises distintas: a primeira utiliza a equação original apontada na metodologia e a segunda utiliza a equação do estudo, acrescida das *dummies* de setor de atuação.

Tabela 7 – Regressão com dados em painel para todas as empresas da amostra

Variáveis	Sem <i>dummies</i> setoriais		Com <i>dummies</i> setoriais	
PAYOUT	0,000834	(0,43)	0,001645	(0,50)
TAM	0,278867(***)	(4,00)	0,712352(***)	(21,24)
ENDIV	0,002373(***)	(6,28)	0,004324(***)	(4,61)
D_setor1	-	-	-21,3797(**)	(-2,19)
D_setor2	-	-	-32,6841(***)	(-2,72)
D_setor3	-	-	14,8625	(1,31)
D_setor4	-	-	-11,4284	(-1,16)
_const	730,0136(***)	(16,42)	464,8303	(19,08)
N.º de observações	1134		1134	
R ² <i>overall</i>	0,7248		0,7309	
Prob > F	0,0000		0,0000	

“D_setor1” representa o setor de bens industriais. “D_setor2” representa o setor de consumo cíclico. “D_setor3” representa o setor de consumo não cíclico. “D_setor4” representa o setor de matérias básicas. O modelo (1) foi estimado por meio de efeitos fixos dentro de um grupo, corrigida a heterocedasticidade por meio da correção de White. O modelo (2) foi estimado por meio de efeitos aleatórios. O teste *t* associado a cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 7, observa-se que os dois modelos se mostraram significantes a 1%, com base no Teste *F*. Note-se, ainda, um alto poder preditivo do modelo adotado sem as *dummies* de setor de atuação (R² de, aproximadamente, 72%), assim como do modelo adotado com a inclusão das *dummies* (73%).

Ainda de acordo com a Tabela 7, verifica-se um aumento no poder explicativo ao se incluir as variáveis *dummies* referentes aos setores. Somado a isso, observa-se que duas das quatro *dummies* embutidas se mostram significantes para explicar o valor de mercado das firmas.

Dessa forma, é oportuna a estimação das variáveis em uma análise setorial para verificar o comportamento das variáveis dentro de cada setor. A Tabela 8 apresenta a

estimação das variáveis por setor, ainda com os dados dispostos em painel balanceado. Saliente-se que, quando oportuno, os modelos foram submetidos ao Teste de Wald, no intuito de se verificar a necessidade de inserção de efeitos fixos de tempo (inserção de *dummies* temporais).

Tabela 8 – Regressão com dados em painel por setor de atuação

Variáveis	Bens Industriais (1)		Consumo Cíclico (2)		Consumo Não Cíclico (3)		Materiais Básicos (4)		Utilidade Pública (5)	
	PAYOUT	-0,002	(-0,27)	-0,002	(-1,06)	0,038*	(1,93)	0,003	(0,31)	0,298***
TAM	0,668***	(3,03)	0,811***	(5,45)	0,662***	(5,63)	0,847***	(3,44)	0,732***	(7,96)
ENDIV	0,004***	(3,91)	0,187	(0,97)	-0,430*	(-1,95)	-0,007***	(-2,92)	-1,255***	(-4,99)
D_2010	3,658	(1,08)	5,927	(1,22)	-	-	-5,644*	(-1,80)	-	-
D_2011	-16,46***	(-3,06)	-10,22	(-1,66)	-	-	-19,09***	(-3,27)	-	-
D_2012	-16,67**	(-2,32)	-13,27*	(-1,92)	-	-	-20,22***	(-3,23)	-	-
D_2013	-24,61***	(-2,95)	-14,85**	(-2,25)	-	-	-25,54***	(-3,15)	-	-
D_2014	-39,27***	(-4,41)	-25,46***	(-3,13)	-	-	-41,47***	(-4,76)	-	-
_const	487,0***	(3,61)	367,9***	(4,31)	546,1***	(7,57)	388,2**	(2,57)	550,3***	(8,81)
N	330		144		162		312		186	
R ² overall	0,7460		0,5573		0,8195		0,7818		0,5581	
Prob > F	0,0000		0,0000		0,0001		0,0000		0,0000	

Os modelos (1), (2), (3) e (4) foram estimados por meio de efeitos fixos, sendo os modelos (1), (2) e (4) de mínimos quadrados com variáveis *dummies* temporais, corrigida a heterocedasticidade por meio da Correção de White. O modelo (5) foi estimado por meio de efeitos aleatórios. O teste *t* associado a cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística da estimativa nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como explicitado na Tabela 8, todos os modelos apresentaram significância ao nível de 1%, conforme Teste *F*, dando robustez à estimação das variáveis. Os setores em que as variáveis independentes apresentaram maior poder preditivo foram Consumo Não Cíclico (R² de, aproximadamente, 82%), Materiais Básicos (78%) e Bens Industriais (75%). Com relação às variáveis independentes, nota-se, em todos os modelos, a variável TAM positiva e significativa a 1% para explicar o valor de mercado das firmas ao longo do período analisado (2009-2014).

5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Conforme destacado na seção anterior, no que tange às estatísticas descritivas, os maiores índices *Payout* apresentados, superiores a 100%, foram de empresas pertencentes a setores regulados pelo Estado, grande parte delas do setor elétrico. Sob essa perspectiva, Brugni *et al.* (2012) comentam que as empresas pertencentes ao segmento de energia elétrica,

quando comparadas a empresas de outros setores, podem gerar resultados financeiros diferenciados, tais como, por exemplo, “a geração de lucro em fases pré-operacionais e, por consequência, uma distribuição de dividendos antecipada, o que, pela ótica do investidor, poderia tornar este tipo de segmento mais atraente” (p. 111).

Somado ao exposto, segundo a revista *Exame* (2011), 75% das 12 firmas que mais pagaram dividendos aos acionistas entre 2006 e 2010 pertenciam ao segmento Energia Elétrica, corroborando os resultados apresentados neste estudo de que, de fato, as companhias deste setor destacam-se como as que mais distribuem dividendos quando comparadas a firmas de outros setores.

Com base nos coeficientes de correlação estimados, verifica-se que a maior correlação existente entre as variáveis investigadas se deu entre VMC e TAM. Essa correlação apresenta-se de forma positiva e significativa a 1%, o que corrobora os achados de Bhagat e Black (2002) e de Franco (2006), alinhando-se à hipótese H_2 do presente estudo. Também, corroborando as hipóteses H_1 e H_3 , constatam-se correlações significantes, e de formas positiva e negativa, entre o VMC e as variáveis PAYOUT e ENDIV, respectivamente. Dessa forma, com base nos coeficientes de correlação de Pearson calculados, permitiu-se a aceitação das três hipóteses do estudo.

Foram adotados dois modelos de regressão distintos: o primeiro utiliza a equação original apontada na metodologia e o segundo utiliza a equação do estudo, acrescido das *dummies* de setor de atuação. Para ambos os modelos, constatam-se, também, que as variáveis TAM e ENDIV se revelam significantes para explicar o valor de mercado das empresas. No entanto, a variável ENDIV apresenta sinal positivo, contrário aos resultados de Barreto (2011) e Martins *et al.* (2009). Já a variável PAYOUT não se revelou significativa para explicar o valor de mercado das companhias, contrariando os resultados de Brugni *et al.* (2012), de Anjos e Monte (2013), de Forti, Peixoto e Alves (2015) e de Viana Junior e Ponte (2015, 2016), e corroborando os achados de Ambrozini (2011) e de Silva e Dantas (2015).

Ao se considerar oportuna a estimação das variáveis em uma análise setorial, como forma de se verificar o comportamento das variáveis dentro de cada setor, observou-se que os setores em que as variáveis independentes apresentaram maior poder preditivo foram Consumo Não Cíclico (R^2 de, aproximadamente, 82%), Materiais Básicos (78%) e Bens Industriais (75%).

No que se refere às variáveis independentes, nota-se, em todos os modelos, a variável TAM positiva e significativa a 1% para explicar o valor de mercado das firmas. Esses resultados corroboram os resultados apresentados por Bhagat e Black (2002) e por Franco (2006). Dessa forma, aceita-se a hipótese H_2 do presente estudo de que, quanto maior for o ativo da firma, maior será seu valor de mercado.

Ainda sobre as regressões com dados em painel por setor de atuação, observa-se que a variável ENDIV apresentou impacto contrário ao esperado nos setores Bens Industriais e Consumo Cíclico, o que contraria a hipótese H_3 , sugerindo que, nesses setores, o endividamento contribui de forma positiva para a elevação do valor de mercado.

Verifica-se, ainda, que a variável PAYOUT se apresenta significativa apenas para explicar o valor de mercado no setor Consumo Não Cíclico, constituído por empresas que tendem a manter resultados constantes ao longo do ano, e no setor Utilidade Pública, cujas empresas costumam distribuir elevados montantes de dividendos, devido a, entre outros fatores, uma expectativa verídica do mercado, por serem essas, em sua maioria, fiscalizadas por agências governamentais.

Diante dos resultados, o presente estudo aponta indícios de que a política de distribuição de lucros é relevante para explicar o valor de mercado, podendo-se esclarecer essa relação à luz da Teoria da Relevância dos Dividendos. No entanto, essa relevância parece

estar relacionada não apenas ao montante de dividendos distribuídos, mas, também, a outros fatores específicos dos setores analisados que não foram objeto de estudo desta pesquisa, já que a significância entre as duas variáveis esteve presente somente em alguns deles.

Acerca das análises setoriais desenvolvidas neste estudo, há evidências de que as empresas que distribuem elevados volumes de dividendos — presentes no setor Utilidade Pública — e constantes — encontradas no setor Consumo Não Cíclico — emitem sinais positivos para os investidores, os quais surtem um efeito significativo no mercado, porque aumentam a cotação das ações das empresas desses setores, haja vista a boa interpretação que os agentes fazem dessa distribuição. Assim, o presente estudo apresenta evidências de que os investidores parecem estar atentos não somente aos montantes declarados de dividendos das empresas, mas, também, às características particulares de cada setor econômico.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo geral investigar a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado nas companhias listadas na BM&FBovespa, em razão da falta de consenso entre os resultados apontados pelas pesquisas realizadas acerca da temática. O estudo adotou como variável dependente o valor de mercado e utilizou o dividendo por ação como *proxy* de política de dividendos, que, também, foi a variável independente no modelo estatístico adotado no estudo. Foram utilizadas, ainda, duas variáveis de controle: o tamanho e o endividamento.

Os resultados apontaram que, ao considerar todas as empresas, a variável PAYOUT não se apresenta de forma significativa para explicar o valor de mercado, o que contraria os achados de Brugni *et al.* (2012), de Anjos e Monte (2013), de Forti, Peixoto e Alves (2015) e de Viana e Ponte (2015, 2016). Apenas a variável TAM apresentou impacto esperado e significativo na variável VMC corroborando os estudos de Bhagat e Black (2002) e de Franco (2006). Considerando, ainda, todas as empresas, observou-se o impacto significativo, porém positivo, do variável endividamento sobre a variável valor de mercado, contrário aos resultados de Barreto (2011), de Martins *et al.* (2009) e de Silva e Dantas (2015), que, embora tenham encontrado significância estatística, o sinal apresentado foi negativo.

Em uma análise setorial, observou-se que, em Consumo Não Cíclico e em Utilidade Pública, a distribuição de dividendos pode explicar, estaticamente, o valor de mercado. No que diz respeito às variáveis tamanho e endividamento, na análise setorial, observaram-se, respectivamente, impactos positivos e negativos que essas variáveis ocasionam sobre o valor de mercado.

Algumas limitações devem ser consideradas quanto aos resultados apresentados neste estudo, como a seleção de apenas duas variáveis de controle ou o emprego de uma única *proxy* para representar o valor de mercado. Como forma de suprir essa lacuna, sugere-se, para pesquisas futuras, o emprego de outras *proxies* de valor de mercado, como o Q de Tobin ou a volatilidade da cotação das ações. Vislumbra-se, ainda, o desenvolvimento de pesquisas *cross-country*, que possibilitem a comparação dos resultados apresentados no Brasil com os de outros países.

REFERÊNCIAS

- Akbar, S., & Stark, A. (2003). Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1211-1233.
- Ambrozini, M. A. (2011). *Política de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão* (Tese de Doutorado em Administração de Organizações, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto). Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-15122011-163251/pt-br.php>
- Anjos, L. C. M., & Monte, P. A. (2013). O impacto da retenção de lucros no valor das empresas listadas no Ibovespa. *Revista de Informação Contábil*, 7(2), 39-50.
- Assaf Neto, A. (2014). *Finanças corporativas e valor*. 7a. ed. São Paulo: Atlas.
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2010). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Baker, H. K., & Kapoor, S. (2015). Dividend policy in India: new survey evidence. *Managerial Finance*, 41(2), 182-204.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives. *J. Asia Business Study*, 6(1), 79-92.
- Barreto, A. T. (2011). *O impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa: o caso das empresas cotadas na Euronext Lisbon – Portugal* (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve, Algarve, Portugal). Disponível em: <http://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/2110/1/VERS%c3%83O%20FINAL%20MESTRA DO%2004.pdf>
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231-274.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Blume, M. E. (1980). Stock returns and dividend yields: some more evidence. *The Review of Economics and Statistics*, 62(4), 567-577.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. 10a ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.

Brigham, E. F., & Gordon, M. J. (1968). Leverage, dividend policy and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 23(1), 85-103.

Brugni, T. V., Rodrigues, A., Cruz, C. F., & Szutser, N. (2012). IFRIC 12, ICPC 01 e contabilidade regulatória: influências na formação de tarifas do setor de energia elétrica. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 104-119.

Brugni, T. V., Sarlo Neto, A., Bastianello, R. F., & Paris, P. K. S. (2012). Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 82-99.

Bruni, A. L., A., Gama, Famá, R., & Firmino, A. (2003). O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil, 3. Disponível em <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos32003/default.asp?con=1>.

Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(28), 39-55.

Collis, J., & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2a. ed. Porto Alegre: Bookman.

Comissão de Valores Mobiliários (2015). *Governança corporativa*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>.

Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. (1988). Brasília. Disponível em http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Constituicao/Constitui%C3%A7ao.htm

Correia, L. F., & Amaral, H. F. (2002). O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*. Salvador, BA, Brasil, 26. Disponível em http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_subsecao=49&cod_edicao_trabalho=2510.

Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6(2), 154-169.

Creswell, J. W. (2010). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativos e quantitativos*. 3a ed. Porto Alegre: Artmed.

Crisóstomo, V. L., & Freire, F. F. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Review of Business Management*, 17(55), 987-1006.

Dedman, E., Kungwal, T., & Stark, A. W. (2010). Dividend displacement, market value, regular and special dividends, and share buybacks in the UK. *Social Science Research Network*.

- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82.
- Demam, E., Kungwal, T., & Wastar, A. (2010). Dividend Displacement, Market Value, Regular and Special Dividend, and Share Buybacks in the UK. *Social Science Research Network*. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188291.
- Durand, D. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *The American Economic Review*, 49(4), 639-655.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Rentzler, J. (1983). A simple examination of the empirical relationship between dividend yields and deviations from the CAPM. *Journal of Banking and Finance*, 7(1), 135-146.
- Exame (2011). *As 12 empresas que mais pagaram dividendos nos últimos anos*. Disponível em <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/as-12-empresas-que-mais-distribuiram-dividendos-nos-ultimos-anos>
- Fama, E. F., & French, K. R., (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Fonteles, I. V., Peixoto Júnior, C. A., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173-204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 26(68), 167-180.
- Franco, H. (2006). A estrutura de capital e o valor de mercado das empresas brasileiras. *Anais do Congresso Virtual Brasileiro de Administração*, Brasil, 6. Disponível em http://www.convibra.com.br/2006/artigos/43_pdf.pdf
- Gentry, W. M., Kemsley, D., & Mayer, C. J. (2001). Dividend taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts. *The National Bureau of Economic Research*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w8486>
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. 12a. ed. São Paulo: Pearson.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5a. ed. Porto Alegre: Bookman.

Hess, P. J. (1999). The dividend debate: 20 years of discussion. *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*.

Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília. 1976. Disponível em de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.

Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.

Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1980). Dividends, short selling restrictions, tax-induced investor clienteles and market equilibrium. *Journal of Finance*, 35(2), 469-482.

Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1982). The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? *Journal of Finance*, 37(2), 429-443.

Long, J. B. (1978). The market valuation of cash dividends: a case to consider. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3), 235-264.

Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(n. especial), 39-53.

Lyra, R. L. W. C., & Olinquevitch, J. L. (2007). Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 39-53.

Martins, O. S., Dantas, R. F., Rezende, I. C. C., & Monte, P. A. (2009). Uma investigação sobre a relação entre reinvestimento e rentabilidade na agregação de valor às empresas: um estudo comparativo de dois bancos brasileiros. *Revista de Informação Contábil*, 3(1), 40-57.

Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre políticas de dividendos? *Revista de Administração de Empresas – RAE*, 52(1), 24-39.

Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades*. 2a. ed. São Paulo: Atlas.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International review of Finance*, 6(1-2), 1-23.

Nossa, S. N., Nossa, V., & Teixeira, A. J. C. (2007). As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 7. Disponível em <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos72007/654.pdf>>

Novis, J. A., Neto, & Saito, R. (2002). Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*. Salvador, BA, Brasil, 26. Disponível em http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_subsecao=49&cod_edicao_trabalho=2521

Omokhudu, O. O., & Ibadin, P. O. (2015). The Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Nigeria. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 20-30.

Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 15-25.

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002) *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas.

Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348-361.

Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63.

Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Tonani, R. (2016). A relevância do dividendo adicional proposto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 179-202.

Stevenson, W. J. (2001). *Estatística Aplicada à Administração*, São Paulo: Harba.

Viana Junior, D. B. C., & Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25-44.

Viana Junior, D. B. C., & Ponte, V. M. R. (2015). Política de dividendos e fluxos de caixa: um estudo à luz da Teoria da Sinalização. *Revista Ciências Administrativas*, 21(1), 211-236.