

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GABRIEL DE AMORIM

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

UBERLÂNDIA-MG

2020

GABRIEL DE AMORIM

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Nilton César Lima

Coorientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Brunozi Júnior

UBERLÂNDIA-MG

2020

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

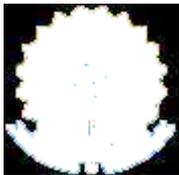
A524 Amorim, Gabriel de, 1983-
2020 Distribuição de dividendos e valor de empresas listadas na B3
[recurso eletrônico] / Gabriel de Amorim. - 2020.

Orientador: Nilton Cesar Lima.
Coorientador: Antônio Carlos Brunozi Júnior.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Ciências Contábeis.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2020.317>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Contabilidade. I. Lima, Nilton Cesar, 1977-, (Orient.). II.
Brunozi Júnior, Antônio Carlos, 1986-, (Coorient.). III. Universidade
Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Ciências Contábeis. IV.
Título.

CDU: 657

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074


UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
 Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
 Telefone: (34) 3291-5904 - www.ppgcc.facic.ufu.br - ppgcc@facic.ufu.br


ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Ciências Contábeis				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, número 077 - PPGCC				
Data:	14 de fevereiro de 2020	Hora de início:	09h10	Hora de encerramento:	10:49
Matrícula do Discente:	11812CCT006				
Nome do Discente:	Gabriel de Amorim				
Título do Trabalho:	DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Controladoria				

Reuniu-se na sala 1F146, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores Doutores: Gilberto José Miranda (UFU); Antônio Carlos Brunozi Junior (UFV); Clóvis Antônio Kronbauer (Unisinos) e Nilton César Lima (UFU), orientador do candidato. Os professores Antônio Carlos Brunozi Jr. e Clóvis Antônio Kronbauer participaram da banca por web conferência.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Nilton César Lima, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Nilton Cesar Lima, Professor(a) do Magistério Superior**, em 14/02/2020, às 10:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

Documento assinado eletronicamente por **Gilberto José Miranda, Presidente**, em 14/02/2020, às 10:56, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de](#)



[8 de outubro de 2015.](#)



Documento assinado eletronicamente por **Antônio Carlos Brunozi Júnior, Usuário Externo**, em 14/02/2020, às 16:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



Documento assinado eletronicamente por **CLOVIS ANTONIO KRONBAUER, Usuário Externo**, em 14/02/2020, às 16:56, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1842000** e o código CRC **291CC25C**.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GABRIEL DE AMORIM

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

UBERLÂNDIA-MG

2020

GABRIEL DE AMORIM

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Nilton César Lima

Coorientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Brunozi Júnior

UBERLÂNDIA-MG

2020

GABRIEL DE AMORIM

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Uberlândia, 14 de fevereiro de 2020.

Prof. Dr. Nilton César Lima (Orientador)
Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Prof. Dr. Antônio Carlos Brunozi Júnior (Coorientador)
Universidade Federal de Viçosa - UFV

Prof. Dr. Clóvis Antônio Kronbauer
Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Gilberto José Miranda
Universidade Federal de Uberlândia - UFU

*Este trabalho é dedicado àquela que, desde o primeiro momento nesta jornada, sorriu meu sorriso, chorou minhas lágrimas e acalentou minha angústia. Obrigado por estar comigo.
À minha amada Débora.*

AGRADECIMENTOS

Ao final do caminho restam as lembranças, o aprendizado, a saudade e a gratidão. E é também o momento de exaltar aqueles que estiveram comigo nesta trilha, formando um conjunto em uníssono, com o objetivo de aprender, evoluir e se desenvolver. Brotaram amizades, laços fraternos. Pude admirar novas personagens que se transformaram em modelos de dedicação, exemplos de conhecimento e de conquista.

Débora. Os primeiros agradecimentos vão para aquela que, por meu sonho, mudou também seu sonho, que me acompanhou desde o primeiro momento e que está presente neste, que suportou a distância e a ausência, mesmo quando próximos, cujo suporte foi *sine qua non* para a concretização desta etapa. Muito obrigado por tudo. Eu te amo, *ab imo pectoris*.

A nossas anjinhas felinas, Matilde e Dolores, por encherem meu coração de alegria.

Meus pais, Adélia e Elcio, que acreditaram, que me supriram de coragem e força durante a jornada na qual imergi. Vocês foram a certeza de que o rumo era o correto. Aos irmãos, Thaís e Gustavo, pela presença, pelo suporte, por buscarem alternativas, sempre que preciso fosse.

A meu orientador, Dr. Nilton César Lima, que desde o primeiro contato se mostrou um grande entusiasta da ideia, que me guiou de forma sábia e serena para que este trabalho fosse concluído. Também é especial o agradecimento por todos os conselhos, por todas as conversas informais voltadas para meu futuro enquanto educador. Meu muito obrigado, Professor.

Da mesma forma, ao Dr. Antônio Carlos Brunozi Júnior, de quem me orgulho muito em ser o primeiro “orientado” de nível de pós-graduação, cujos vínculos se estreitaram nesta caminhada, a quem hoje tenho orgulho imensurável de chamar de amigo.

Aos ilustres doutores, Dr. Clóvis Antônio Kronbauer e Dr. Gilberto José Miranda, por toda a dedicação, preocupação e contribuição junto ao meu trabalho. Meu mais sincero sentimento de gratidão.

Aos professores do PPGCC/UFU, com quem tive o prazer de aprender, de debater e de crescer: Dra. Lísia, Dra. Marli, Dr. Marcelo, Dr. Gilberto, Dr. Ilírio, Dr. Ernando, Dr. José Marcos, Dr. Marcos Antônio, Dr. Moisés. Cada um de vocês trouxe luz, apresentou caminhos, incutiu sonhos.

À Jéssica Rayse de Melo Silva Ávila, que dedicou seu tempo, seu conhecimento e sua paciência a me ajudar, não importando o momento. Nada do que eu diga ou faça será capaz de expressar o quanto sou grato a seu suporte, às discussões, às ideias e ao quanto me ensinou neste curto período de tempo.

A Tatiane Bento da Costa, por ser minha guia durante os primeiros meses em Uberlândia – pela ajuda, pelos ensinamentos e pela amizade.

Aos amigos próximos, com quem discuti ideias, com quem ri, com quem dividi angústias e realizações. Marlon Galdino Coqueiro, pela irmandade. Valério Nepomuceno, de quem me orgulho muito ter dividido as salas de aula. Marcela Ferreira, pela compatibilidade em sermos desafiadores. Pedro Soares, pela convivência. Verônica Tempesta, pelo carinho e consideração em doar todo apoio possível, em discutir ideias, em propor caminhos para meu trabalho.

Também, aos irmãos de pós Raquel Rodrigues, Luana Martins, Larissa Couto, Michele Vieira, Rodrigo LeRoy, Taís Duarte, Cláudia Mamede, Dênis Reis, Geraldo Afonso, Leandro Doroteu, Shirley Barthold, Sirlene Fernandes, Ana Paula Barbosa, Ana Paula Pacheco, Dinah Alves, Isolfi Neto, Sabrina Rafaela, Roberta Teruel, Thalita Campanholo, Zilá Diniz, Hugo Leonardo, Rafael Ribeiro, Wemerson Borges, Cassius Kley e Regina Fróes. Cada um de vocês será eterno em mim.

Ao final, à confluência de destinos que se cruzaram, sob a égide do Arquiteto, que transformaram esta jornada na mais importante da minha história neste plano.

*“Sinta-se envergonhado de morrer até
que você tenha conseguido alguma vitória
para a humanidade”*

(Horace Mann).

RESUMO

A relação entre os dividendos e o valor das empresas é tema recorrente na literatura científica. Entretanto, não há consenso sobre sua existência ou não. Uma das lacunas nos estudos é a utilização de procedimentos voltados para analisar a média das amostras, que, dada a clientela ser favorável ou contrária à distribuição de dividendos ela é insuficiente, pois as extremidades dos dados são os pontos sensíveis a serem estudados. Com esta proposição, achados internacionais sugeriram que empresas que não distribuem dividendos são mais bem avaliadas pelo mercado que empresas que efetuam uma pequena distribuição de lucros, enquanto as empresas com maiores distribuições de dividendos são melhor avaliadas entre toda a amostra, há a evidenciação de que a média dos dados dos dividendos não esclarece essas situações. Esta relação foi descrita como Relação em “Formato J”. De posse deste achado e apoiado na Teoria do “Pássaro na Mão”, que defende a relevância do dividendo no valor das empresas, e na Teoria de Agência, este estudo objetivou identificar a existência do “Formato J” na relação entre dividendos e valor da empresa no mercado brasileiro. Para tal, uma amostra composta por 3.556 observações de 271 empresas, no período de 1996 a 2018, foi dividida entre empresas não pagadoras de dividendos (*DIV0*) e pagadoras de dividendos, sendo estas últimas divididas em cinco grupos classificados de acordo com o dividendo distribuído (*DIV1* a *DIV5*). Por meio de regressão de dados em painel, percebeu-se que a relação entre dividendos e valor das empresas no mercado brasileiro não apresenta o “Formato J”, se assemelhando mais a uma relação linear. Também, confirmou-se a relevância dos dividendos no valor da empresa no mercado brasileiro. Adicionalmente, foram realizados testes com cenários de mudança da política de dividendos (pagamento/não pagamento), de oscilações no cenário econômico e com relação à influência da presença do ente estatal como grande detentor de ações. Todos os testes confirmaram a relevância dos dividendos com o valor das empresas e forneceram indícios de comportamento anti-agência por parte dos investidores. Este comportamento pró-dividendos do mercado brasileiro foi creditado a fatores do próprio mercado, como assimetria informacional, alta concentração acionária, baixa liquidez de ações e juros atrativos no mercado financeiro, bem como as características comportamentais dos investidores, como mitigação do risco e celeridade na remuneração do capital investido.

Palavras-chave: Dividendos. Valor de empresas. Relevância dos dividendos. Teoria de Agência.

ABSTRACT

The relationship between dividends and firm's value is a recurring theme in the scientific literature. However, its existence is still non-consensual. One of the gaps in studies is the use of statistical procedures aimed at analyzing the average of the sample. However, since the clientele may be in favor or against the distribution of dividends, the ends of the samples are the sensitive points to study. With this proposition, international findings have suggested that non-dividend companies are better valued by the market than companies that make a small distribution of profits, while companies with higher dividend payouts are better valued across the sample. This relationship has been described as "J-Shaped". Using these findings and supported by the "Bird-in-Hand" Theory, which argues for the relevance of the dividend to firm value, and the Agency Theory, this study aimed to identify the existence of the "J-Shaped" relationship in the Brazilian stock market. To this end, a sample of 3,556 observations, from 271 companies, from 1996 to 2018, was divided as non-dividend payers (*DIV0*) and dividend payers, then divided into five groups classified according to the dividend distributed (*DIV1* to *DIV5*). Through panel data, it was concluded that the relationship between dividends and firm's value in the Brazilian stock market does not show the "J-Shaped", more similar to a linear relationship. Also, the relevance of dividends in the firm's value in the Brazilian market was confirmed. Additionally, tests were conducted by scenarios of changes in the dividend policy (payment/non-payment), variations in the economic scenario and to knowledge of the influence of the presence of the Government as a high shareholder. All tests confirmed the relevance of dividends to company value and provided evidence of anti-Agency behavior by investors. This pro-dividend behavior of the Brazilian market was credited to specific factors such as informational asymmetry, high share concentration, low stock liquidity and attractive interest rates in the financial market, as well as investor behavioral characteristics such as risk mitigation and haste in return on invested capital.

Keywords: Dividends. Firm's value. Bird-in-hand. Agency Theory.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Relação encontrada por Kim et al. (2016) analisando os dividendos e o valor das empresas (representado pelo q de Tobin) americanas entre 1962 e 2012.....	21
Figura 2 – Formato da relação entre DIV e q de Tobin, no mercado brasileiro, por grupo DIV _x , no período de 1996 a 2018	67
Figura 3 - Box-plots anuais da mediana de valor dos grupos DIV _x , por cenário econômico escolhido.....	75

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Característica da distribuição dos dividendos em mercados desenvolvidos e no Brasil	31
Quadro 2 - Dados coletados e utilizados na pesquisa.....	50
Quadro 3 - Variáveis de controle para a pesquisa	54
Quadro 4 - Períodos analisados para a análise dividendos x ciclos econômicos	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição dos dados do estudo.....	50
Tabela 2 - Variação do número de observações utilizadas por ano, para a amostra do estudo – Período 1996 a 2018, antes das exclusões.....	51
Tabela 3 - Frequência de observações por setor, por grupo DIVx	58
Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis dependente e independentes, período de 1996 a 2018, por grupo DIVx.....	60
Tabela 5 - Matriz de Correlação de Spearman Entre as Variáveis do Estudo.....	64
Tabela 6 - Diferença entre os grupos DIVx baseados nas medianas anuais e na amostra completa	65
Tabela 7 - Resultados do Modelo de Efeitos Fixos, amostra completa, período de 1996 a 2018	68
Tabela 8 - Mediana das variáveis elencadas, apresentadas para cada cenário estudado.....	74
Tabela 9 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV, triênio 1997-1999	76
Tabela 10 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV, triênio 2003-2005	77
Tabela 11 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV, triênio 2007-2009	77
Tabela 12 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV, triênio 2013-2015	78
Tabela 13 - Regressão modelo Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos Clusterizados, período de 1996 a 2018, com adição da variável DIV*Dummy	79
Tabela 14 - Valores de média e mediana das variáveis q de Tobin e DIV, anualizados, por fenômeno elencado, e variação apresentada comparando-se o ano anterior.....	80

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3: Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuro de São Paulo

BACEN: Banco Central do Brasil

JSCP: Juros Sobre Capital Próprio

M&M: Modigliani e Miller – Teoria da Irrelevância dos Dividendos

MQO: Mínimos Quadrados Ordinários

ON: classe de ações ordinárias

P&D: Pesquisa & Desenvolvimento

PN: classe de ações preferenciais

ROA: Retorno dos Ativos

SCM: *Supply Chain Management*, ou Gerenciamento da Cadeia de Suprimentos

VMA: Valor de Mercado das Ações

VMD: Valor de Mercado das Dívidas

VRA: Valor de Reposição de Ativos

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Contextualização do Tema	14
1.2 Problema de Pesquisa	22
1.3 Objetivos da Pesquisa	23
1.3.1 Objetivo Geral	23
1.4 Relevância e Justificativa do Tema	23
1.5 Contribuições do Estudo	24
1.6 Delimitação do Estudo	25
2 REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1 A Distribuição de Dividendos e Suas Implicações	27
2.2 As Particularidades do Mercado Brasileiro	30
2.3 Valor da Empresa	32
2.4 A Relevância da Distribuição de Dividendos no Valor das Empresas	37
2.5 Teoria de Agência e Distribuição dos Dividendos	42
2.6 Hipóteses do Estudo	46
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	49
3.1 Classificação da Pesquisa	49
3.2 Dados e Amostra do Estudo	49
3.3 Operacionalizações do Estudo	52
3.3.1 Variável Dependente	52
3.3.1.1 O Valor das Empresas.....	52
3.3.2 Variáveis Independentes	53
3.3.2.1 A Distribuição dos Dividendos.....	53
3.3.2.2 Variáveis de Controle	53
3.3.3 Procedimentos e Modelagem do Estudo.....	54
3.3.4 Considerações Analíticas	57
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	58
4.1 Estatística Descritiva e Correlação	58
4.2 Descrição do Formato da Distribuição de Dividendos no Mercado Brasileiro	66
4.3 Regressão: Relação entre Distribuição de Dividendos e Valor das Empresas	68
4.4 Descrição da Decisão de Distribuição de Dividendos e Valor das Empresas	71
4.5 Variação da Valorização Frente a Cenários Econômicos	75
4.6 Empresas de Economia Mista e Empresas Privadas	78
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	83

REFERÊNCIAS.....	88
ANEXO I.....	105
ANEXO II	110

1 INTRODUÇÃO

A volatilidade dos preços das ações provocada pela distribuição dos dividendos é tema recorrente na literatura gerencial (ZANON *et al.*, 2017). Entretanto, os estudos de característica quantitativa que abordaram esta relação no mercado brasileiro são caracterizados por apresentarem modelos estatísticos de regressão à média das amostras. Este tipo de perspectiva limita as informações encontradas, por estipular uma relação linear de todas as empresas, variando à proporção dos dividendos distribuídos. O presente estudo apresenta uma contribuição a análise da relação dividendos-valor, impulsionado pelos resultados apresentados por Kim *et al.* (2016), por meio do qual se apresentam novas evidências da forma de interação entre os lucros distribuídos aos acionistas e a variação de preços observada no mercado.

1.1 Contextualização do Tema

A existência ou não da relação entre os lucros distribuídos e o valor das empresas é assunto comumente tratado no campo das ciências sociais aplicadas (ZANON *et al.*, 2017). Com efeito, a distribuição dos lucros para os acionistas, que neste estudo é tratada como dividendos, é uma das decisões mais importantes da gestão, dado que é concorrente pelos mesmos recursos que o investimento em novos projetos (SANTOS; GALVÃO, 2015; EHRHARDT; BRIGHAM, 2014), e é o principal ponto de atenção dos investidores durante o processo de análise de seus investimentos (RIBEIRO, 2010). Todavia, não há um aparente consenso sobre suas implicações no valor das empresas¹ (BAKER; WEIGAND, 2015; LITZENBERGER; RAMASWAMY, 1982).

Teorias que confrontam a relevância (GORDON, 1963; GORDON, 1959; LINTNER, 1956) contra a irrelevância dos dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1963) para o valor de mercado das empresas são comumente testadas. Para Modigliani e Miller (1961), em sua Teoria da Irrelevância dos Dividendos ou M&M, o pagamento de maiores dividendos implica em uma menor valorização das ações, pois se considera uma queda de preço proporcional ao dividendo pago por ação, continuando a empresa a ter de retornar o mesmo valor ou taxa esperada aos acionistas, dadas as características de riscos e investimentos. Assim, o que realmente importaria aos detentores de ações seriam os investimentos com rentabilidade positiva, aumentando o valor das empresas. Portanto, o ganho do acionista é indiferente aos níveis de dividendos distribuídos

¹ Existem algumas métricas propostas para definir o valor das empresas. Por exemplo, o valor de mercado (*market value*) ou valor de mercado da empresa, comumente utilizado, sendo a multiplicação do valor de uma ação pela quantidade destas ações disponíveis. Para este trabalho a métrica utilizada é o q de Tobin, por permitir uma comparação entre as empresas sem ocorrerem distorções provenientes de diferenças de tamanho, por exemplo. Seu cálculo será demonstrado adiante.

(*dividend yields*²). Ehrhardt e Brigham (2014) pontuam que, caso o investidor queira um determinado ganho sobre sua carteira de investimentos, ele pode vender ações que apresentem esse mesmo ganho e usar o capital para recompra de outras ações, por exemplo.

Lintner (1956) se baseia na crença de que acionistas preferem taxas estáveis de dividendos. O mercado estabeleceria um prêmio para ações que mantêm estabilidade de distribuição ou de crescimento. Gordon (1959), por sua vez, credita a valorização das ações de empresas com maior distribuição de dividendos à aversão ao risco futuro por parte dos investidores.

Há outras abordagens aplicadas para explicar a relação dos dividendos no valor das empresas. A Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), o efeito clientela (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria da Preferência Tributária (ELTON; GRUBER, 1970), o “Efeito Disposição” (SHEFRIN; STATMAN, 1984) e, mais recentemente, a hipótese do *Catering* (BAKER; WURGLER, 2004), trazem mais possibilidades para se compreender a relação dos dividendos com o valor da firma.

Nos estudos iniciais sobre a temática aqui apresentada, houve foco na discussão sobre os dividendos e os decorrentes ganhos de capital. Posteriormente, começaram a surgir evidências sobre características informacionais contidas nos dividendos. Harkavy (1953) pontuou que os preços das ações apresentam variação relacionada com o montante de rendimentos distribuídos e que, para empresas em período inicial de crescimento, a retenção de lucros demonstrou não afetar negativamente no valor de suas ações, dado que estas apresentaram maior valorização se comparadas àquelas que distribuíram lucros. O autor destaca que a principal ideia é, portanto, a utilização rentável dos fundos à disposição, e não o montante de dividendos distribuídos. Friend e Puckett (1964) apresentaram linha semelhante, salientando a impossibilidade de se confirmar a uniformidade da preferência por dividendos ou retenção de lucros.

Em aspectos estatísticos, Litzenberger e Ramaswamy (1982), baseando-se na expectativa de dividendos futuros, encontraram evidências de que a valorização das ações é positivamente relacionada à distribuição dos dividendos, sendo esta relação não linear. Para os autores, o *dividend yield* contém características informacionais que influenciam a expectativa dos pagamentos futuros. Além disso, a variação dos preços dos títulos é relacionada às características informacionais dos dividendos, mas apenas àquelas as quais os investidores tiveram acesso *ex-ante*, ou seja, não pode ser justificada por conhecimento prévio dos valores

² Relação proporcional entre o dividendo pago por ação e o valor de uma ação no início do período.

a serem pagos pelas empresas, mas à sua expectativa. Conforme será discutido, outros trabalhos seguiram confirmando a relevância dos dividendos nos preços de ações.

Baskin (1989) analisou a influência direta e indireta dos dividendos nas oscilações de preços de ações no mercado americano. Suas conclusões apontaram para a capacidade do dividendo isoladamente afetar os preços dos títulos. Segundo o autor, a adição de controles (tamanho, volatilidade de ganhos, índices de débito e crescimento), de setores de atividades (mineração/óleo, utilidades/ferrovias, atacado/varejo), financeiros e serviços não produziu variações nos coeficientes de regressão encontrados. Os achados do estudo são altamente sugestivos de que os gestores podem influenciar no risco das ações por meio da política de dividendos.

No entanto, Allen e Rachim (1996), ao testarem esta mesma ideia na Austrália, não obtiveram resultados similares (mas contrários) aos apresentados por Baskin. Os autores relataram relações positivas entre os preços das ações e características observáveis – volatilidades de lucros e alavancagem das empresas – enquanto não encontraram uma relação entre o dividendo e o valor da ação. A diferença do total de empresas que compunham a amostra era significativa. O estudo de Baskin utilizou uma amostra de 2.344 empresas, contra 173 firmas na amostra do estudo de Allen e Rachid.

Esta, o tamanho da amostra, não parece ser a (única) razão da divergência entre os estudos. A relação entre os dividendos e o valor das ações também é observada em mercados de menor representatividade econômica e composto por poucas empresas, assim como o australiano. Estudos descreveram observações significativas de associações dividendos-valor no Paquistão (NAZIR *et al.*, 2010; NISHAT; IRFAN, 2001); em Bangladesh (RASHID; RAHMAN, 2008); na Malásia (HASHEMIJOO; ARDEKANI; YOUNESI, 2012), e no Sri Lanka (JAFHER; HAMEED, 2016).

A importância de se conhecer a relação entre os dividendos e o valor da firma é, principalmente, de cunho decisório. Van Horne (1998) e Rappaport (2001) afirmaram que a criação de valor para o acionista deve ser o principal objetivo da gestão das empresas. Van Horne argumentou que o valor é representado pelo preço de mercado de uma ação ordinária de uma empresa, que está relacionado com decisões de investimento, financiamento e dividendos dela.

Buscando demonstrar matematicamente a associação dos dividendos com o valor das empresas, Gordon e Shapiro (1956) apresentaram um modelo de mensuração no valor das ações baseado no dividendo esperado para o período seguinte, na taxa de retorno requerida, e na taxa de crescimento dos dividendos. Porém, quanto usado em empresas com crescimento não linear,

o modelo resultava em sub ou superavaliação. Isto porque o modelo proposto parte do pressuposto de que a distribuição de dividendos é constante, que o custo de capital é estável, que o retorno esperado pelos acionistas também seja constante e que o custo de capital próprio seja superior à taxa de crescimento dos dividendos.

Por isso, Damodaran (1999) criticou o modelo de Gordon e Shapiro baseado na instabilidade das taxas do mercado e nos diversos cenários internos nos quais as empresas possam estar inseridas, como reestruturação, fluxo de caixa negativo e a utilização ou não de certos ativos, o que impacta nas taxas de distribuição de dividendos, ocasionando as divergentes avaliações.

A capacidade explicativa dos dividendos para o valor das ações foi testada por Brief e Zarowin (1999). Os autores compararam a relevância do valor contábil e dos dividendos frente ao valor contábil e os lucros divulgados. Ambos conjuntos de variáveis, no geral, apresentaram valores estatísticos muito similares. Os dividendos possuem maior poder explicativo para empresas com lucros transitórios, quando comparados com o uso preditivo dos lucros reportados. Para os autores, a constatação mais importante é a de que os dividendos são melhores preditores quando os lucros são transitórios e os valores contábeis são indicativos fracos.

DeAngelo *et al.* (2008) concluíram que os principais impulsionadores da política de distribuição de fluxo de caixa livre são a busca pela redução da assimetria informacional no mercado, os custos de agência e problemas de mensuração de riscos futuros. Os autores também identificaram que questões de sinalização ao mercado, demandas da clientela de investidores, benefícios fiscais ou heurísticas de comportamento dos investidores têm uma menor significância na distribuição dos lucros.

Pinkowitz *et al.* (2006) apontaram que a relação entre o caixa e o valor da empresa é baixa em países com menor proteção para os investidores, enquanto a relação entre os dividendos e o valor da empresa é mais fraca em países com maior proteção, corroborando a teoria de agência. Os autores apontaram dois componentes de proteção para os investidores: “um componente de direitos legais, pelo qual os investidores recebem direitos legais e um componente de *enforcement*, pelo qual a qualidade das instituições de um país determina até que ponto esses direitos são respeitados e cumpridos” (*op. cit.*, p. 2726, tradução nossa).

No Brasil, há outros fatores a serem mencionados. Primeiro, a existência de duas classes de ações (ON e PN³), a não tributação sobre dividendos e a figura dos Juros Sobre Capital

³ A divisão em duas classes de ações se dá para a separação da preferência do acionista pelo fluxo de caixa ou pelo controle acionário. Ações PN (preferenciais), resumidamente, são aquelas que possuem preferência no

Próprio (JSCP), que é dedutível no Lucro Real das empresas, mas tributável como ganho para os investidores (Leis 6.404/76, 9.249/95 e 10.303/2001). Depois, o mercado possui particularidades que o difere dos mercados principais, como pequeno número de empresas negociando, baixa liquidez dos títulos, intervenção e participação governamental, e alta concentração de ações.

Silva Júnior e Machado (2015) buscaram compreender a política de dividendos no valor das ações de empresas negociadas no Brasil. Os resultados obtidos através de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) permitiram concluir que a política de dividendos brasileira é significativa para determinar a volatilidade dos preços das ações, sendo que quanto maior o dividendo por ação distribuído, menor o risco enfrentado pelo acionista⁴. Tamanho, endividamento a longo prazo e aumento dos ativos apresentaram relações na volatilidade dos preços, sendo a afetação do tamanho negativa e a das demais variáveis positivas. Já o índice de *payout*⁵ e a volatilidade dos lucros não apresentaram significância. Logo, parece haver uma maior preocupação dos investidores brasileiros com o retorno de seu investimento, e não propriamente com o comportamento da gestão das emissoras de ações.

A relação da adoção de duas classes de ações (*dual class*) com o valor da empresa foi estudada por Grandó *et al.* (2017). Os resultados descritos indicaram para uma menor valorização das empresas que fazem uso de *dual class*, em comparação às empresas que utilizam apenas um tipo de ações.

Dalmácio e Corrar (2007) constataram que a composição acionária⁶ explica parcialmente a política de dividendos adotada pelas empresas no Brasil. Observou-se que o aumento da concentração acionária provocou a elevação do dividendo pago por ação (ON), mas que ocasionou uma diminuição no percentual do *payout*. Ou seja, quando os dividendos são efetivamente pagos, o *dividend yield* é aumentado. Para os autores, os resultados encontrados confirmam que as empresas brasileiras possuem alta concentração acionária e que a retenção de lucros é uma tendência.

Fama e French (2001) reportam uma queda no número de empresas que distribuem dividendos, no mercado americano, devido ao crescente número de empresas pequenas, com

recebimento dos dividendos. Já as ações ON (ordinárias) possuem direito a voto nas decisões do conselho. Este fato faz com que, no mercado brasileiro, as ações ON sejam negociadas a valores maiores, devido à benefícios oriundos do controle das empresas (CAMARGOS *et al.*, 2012).

⁴ Segundo os autores, a importância da análise da volatilidade se dá por “quanto mais elevada for a volatilidade de uma ação, maior será a oscilação do preço, resultando em um alto risco de se ganhar ou perder, ao negociar uma ação dessa magnitude” (SILVA JR.; MACHADO, 2015, p. 11).

⁵ A proporção de lucros distribuídos aos acionistas em forma de dividendos.

⁶ Proporção de ações em posse de cada detentor, seja ele pessoa física ou jurídica.

baixa lucratividade e com boas oportunidades de crescimento. Já Boulton *et al.* (2012) avaliaram a forma de distribuição de lucros no Brasil e relataram que, embora a questão fiscal seja o mais importante fator para a forma da distribuição dos lucros aos acionistas, a vantagem tributária dos JSCP para as empresas não impediu que continuassem utilizando-se também dos dividendos. Isto parece acontecer devido à preferência dos investidores pelos dividendos, uma vez que retornos anormais maiores foram reportados em torno do anúncio de dividendos. Porém, resultados conflitantes sobre a clientela são relatados em estudos de revisões de literatura, como podem ser vistos em Costa e Barbachan (2011). Martins e Famá (2012) também salientaram a relevância da política de dividendos, a confirmação da existência de conflitos de agência, de conteúdo informacional e influência tributária como assuntos de importância na literatura nacional

Abordando os determinantes da política de dividendos no mercado brasileiro, Forti *et al.* (2015) explanaram que, conforme resultados estatísticos, a distribuição de lucros aos acionistas está positivamente relacionada com o tamanho das empresas, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e com o crescimento dos seus lucros. Em oposição, empresas mais alavancadas, com maior investimento em imobilizado, alta liquidez e menores conflitos entre controladores e minoritários terão menor propensão de pagar dividendos no Brasil. Já Ferreira Júnior *et al.* (2010) apontaram para fatores relacionados às abordagens de Lintner e de Agência como influenciadores da decisão de pagamento.

Como mostra o cenário dos estudos até aqui apresentado, há significativa literatura sobre a relevância da relação e do efeito dos dividendos no valor das empresas, sob diversas óticas. Desde a crença dos gerentes pela preferência dos dividendos até os sinais dos acionistas com os retornos anormais, há evidência que permita assumir a relação positiva entre a distribuição dos lucros e o valor das ações.

Compreendendo que o arcabouço que sustenta a criação de valor por meio dos pagamentos de dividendos possui vários aspectos teóricos, progride-se para a mensuração deste valor. As métricas comumente utilizadas compreendem a utilização de dados contábeis. Uma destas métricas, e a eleita para esta pesquisa, é o q de Tobin (1969). O índice q é a representação da relação entre o custo de se repor os ativos da empresa e o seu valor. Desta forma, empresas que criam valor são aquelas que superam o custo de reposição dos seus ativos. Pelo contrário, empresas que não são capazes de superar o custo de reposição de seus ativos são destruidoras de valor. Uma vez que a métrica seja calculada como uma razão, o resultado deve ser analisado com relação ao valor 1 (hum). Resultados abaixo deste valor indicam que o reinvestimento nos ativos é mais caro que o benefício econômico que estes proporcionariam para a empresa. Como

não há vantagens em se reinvestir os recursos, deve-se distribuir os resultados aos acionistas. A utilização do q de Tobin se dá por razões operacionais, uma vez que as demais variáveis são também razões entre duas grandezas (índices contábeis, por exemplo) ou escalonamentos de contas com relação ao ativo total.

Característica comum aos estudos da relação dividendos/valor é a utilização de modelos estatísticos voltados à média das amostras ou a relação com a consideração de valores absolutos entre dividendos totais pagos e valor da empresa, que favorecem análises limitadas e incompletas. Esta característica é observada, por exemplo, nos estudos de Black e Scholes (1974); Naranjo *et al.* (1998); Fama e French (1998), e Pinkowitz *et al.* (2006). Duarte *et al.* (2017) alertou para a descaracterização da amostra pela utilização de modelos como OLS, sem, entretanto, explicar os motivos que levam ao uso destes modelos.

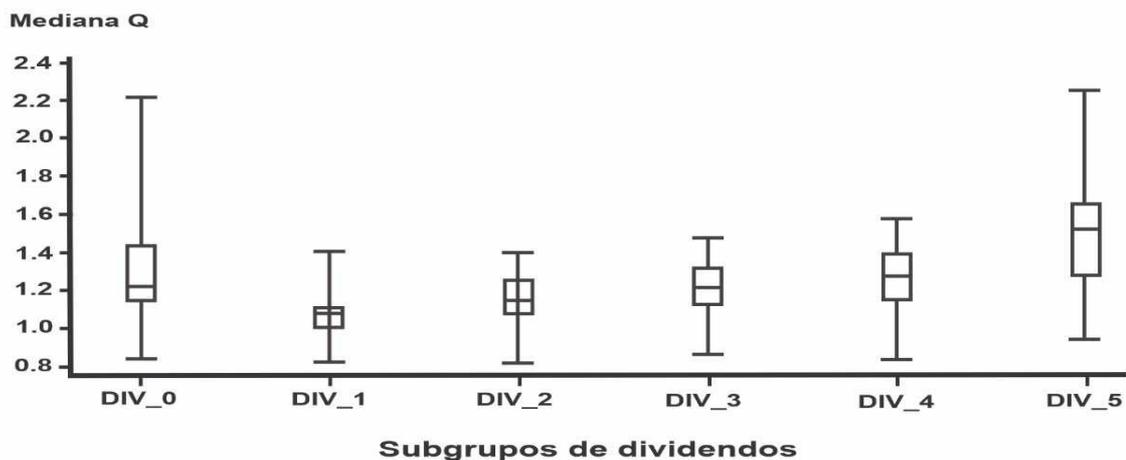
Outra característica observada nos estudos é a exclusão de dados considerados *outliers*, o que “exclui” as empresas que não distribuem dividendos e aquelas que apresentam pagamentos elevados. Todavia, a presença de investidores favoráveis e contrários aos dividendos no mesmo mercado afeta os valores de empresas que distribuam grandes proporções de seu lucro líquido e empresas que retenham seus resultados, conduzindo estas a apresentarem um valor maior se comparadas com entidades com distribuições menos generosas ou mesmo pequenas (KIM *et al.*, 2016; MILLER; MODIGLIANI, 1961). Ou seja, a distribuição de dividendos não gera implicações nas empresas com distribuição média, mas naquelas que não distribuem ou que distribuem grandes volumes, de acordo com a clientela. Entretanto, Black (1976) afirmou que é impossível de se conhecer a preferência de toda a clientela que está negociando no mercado aberto. Deve-se assumir que o conhecimento da preferência não é de natureza estática, uma vez que ela pode ser alterada diante de novas oportunidades de investimentos, ciclos econômicos, dentre outros fatores.

A importância da utilização de ferramentas que possibilitem análises mais abrangentes sobre as amostras em estudos gerenciais é tema abordado por Duarte *et al.* (2017). Para os autores, análises voltadas a valores médios ou medianos de toda a amostra podem ignorar dados importantes que, com o avanço da computação, podem ser mais facilmente captados.

A ideia de se analisar a relação não-linear entre os dividendos e o valor das empresas vem sendo um novo território para pesquisas na busca de explicações mais robustas da dualidade da distribuição de lucros no crescimento das firmas. Bezawada e Tati (2017) reportaram a existência de uma não linearidade na associação do valor de ações e os dividendos pagos, em empresas indianas do setor de manufatura de produtos elétricos, por exemplo. Ainda, seus achados suportaram que esta relação é negativa.

Como já referido, as implicações das preferências dos investidores com relação aos dividendos tendem a afetar os extremos da amostra, ou seja, empresas que não distribuem dividendos ou aquelas que distribuem parcelas generosas de lucros aos acionistas. Considerando este cenário, Kim *et al.* (2016) dividiram a amostra de seus estudos em seis grupos, sendo o primeiro deles formado pelas empresas que não efetuaram pagamentos de dividendos (*DIV0*) e os demais compostos por empresas pagadoras, proporcionais à sua distribuição (*DIV1* a *DIV5*). Ou seja, aquelas empresas que pagaram as menores frações de dividendos estavam listadas no segundo grupo (*DIV1*) e aquelas que pagaram as maiores proporções de dividendos estavam alocadas no sexto grupo (*DIV5*). O resultado encontrado foi uma relação não-monotônica⁷ dividendos-valor de empresas no mercado americano, que foi descrita pelos autores como “relação não-monotônica em formato de J”. A figura 1 apresenta a distribuição dos grupos *DIVx* por meio de *box-plots* do gráfico dividendos/valor. Nota-se que a relação não é linear, ou seja, as variações entre os grupos não seguem uma linha de tendência contínua.

Figura 1 - Relação encontrada por Kim et al. (2016) analisando os dividendos e o valor das empresas (representado pelo q de Tobin) americanas entre 1962 e 2012



Fonte: Kim *et al.* 2016, p. 861

Os autores demonstraram que empresas que não efetuam pagamentos de dividendos são melhor avaliadas do que as empresas que distribuem as menores parcelas dos fluxos de caixa livre. Em oposição, quanto mais elevada a parcela dos lucros distribuída, maior é a avaliação dada pelo mercado, sendo que o grupo *DIV5* apresenta uma mediana de avaliação

⁷ Kim *et al.* (2016) descreveram uma relação não linear, em que o pagamento de dividendos exerceu influência que não era perfeitamente proporcional no valor das empresas. Dessa forma, a relação não linear é chamada pelos autores de “não-monotônica em formato J”.

significativamente superior ao grupo *DIV4*, quando comparada a relação crescente entre os grupos. Para tal, os autores compararam a média e a mediana de cada grupo de dividendos *DIVx*. Para evidenciar esta relação, o referido estudo foi expandido para seis economias principais (Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão e Reino Unido) e sete economias adicionais (Dinamarca, Grécia, Hong Kong, México, Noruega, Suécia e Suíça). O único mercado a não apresentar a “relação em formato de J” foi o mercado mexicano.

A investigação de Kim *et al.* (2016) permitiu demonstrar o efeito das clientelas de dividendos, conforme preconizado por Miller e Modigliani (1961) e por Black (1976). Kim *et al.* trouxeram novas possibilidades de estudo e compreensão para a relação dividendos-valor das empresas, analisando-se pontos diferentes da tendência de dividendos às médias.

Diante do exposto, observa-se que a relação entre os dividendos e os valores das empresas é comumente analisada por meio de procedimentos estatísticos voltados à média das amostras, fato que não é diferente nos estudos sobre o mercado brasileiro. Com os resultados desta literatura já realizada, não se projetam estimações sobre valores dos extremos pesquisados, o que limita o poder explicativo das análises. Dado o preconizado por Modigliani e Miller (1963) e por Miller e Modigliani (1961), de que as distribuições ou retenções de lucro afetam os valores dos títulos pela preferência por recebimento imediato ou valorização futura das ações, é pertinente apontar a necessidade de análises mais abrangentes para se avançar no estudo da temática, promovendo novos conhecimentos do comportamento do mercado brasileiro, no tangente à volatilidade de preços das ações, frente à distribuição de dividendos.

A análise do mercado brasileiro, proposta no presente trabalho, mostra-se relevante por sua posição econômica de destaque na América Latina, sendo a maior economia desta região (SMITH, 2018), e por ser o 17º maior mercado de ações no mundo, por capitalização de empresas domésticas (MATOS, 2016). Além disso, possui particularidades, quando comparado aos mercados principais (p.e.: Estados Unidos e Inglaterra), como não tributação dos dividendos, alta concentração de ações, participação do governo negociando, baixo número de empresas compondo o mercado, com baixa liquidez e com a presença de classes distintas de ações (CAMARGOS *et al.*, 2012).

1.2 Problema de Pesquisa

Em função da situação detectada e descrita ao final do capítulo anterior, da utilização de análises estatísticas de médias amostrais nos estudos da relação dividendo-valor das empresas, a pergunta que surge é: **Qual a relação entre a segmentação dos dividendos distribuídos e o valor de empresas listadas na B3?**

1.3 Objetivos da Pesquisa

1.3.1 Objetivo Geral

Com base no exposto, o presente estudo teve por objetivo geral avaliar, quando da segmentação da amostra, o formato da relação entre as distribuições de dividendos e o valor de empresas de capital aberto listadas no Brasil. Buscou-se evidenciar a presença do “formato J” ou de uma relação linear.

1.4 Relevância e Justificativa do Tema

Segundo os preceitos das finanças empresariais, há três decisões principais a serem tomadas pelos gerentes: decisões de investimentos, financiamentos e de distribuição dos resultados. A distribuição de dividendos está ligada diretamente às três. Isto porque ao se distribuir lucros aos acionistas está se distribuindo o capital próprio disponível para investimentos em novos projetos e, também, aumentando a necessidade de contrair financiamentos no mercado, para novos projetos ou, mesmo, por motivos emergenciais ou transitórios.

No entanto, para os acionistas, o dividendo é visto como uma das formas de remuneração do capital aplicado. Se compreender que a figura dos Juros Sobre Capital Próprio se diferencia dos dividendos propriamente ditos, no Brasil, pela questão tributária, a outra forma de remuneração para os investidores é o ganho de capital, que se origina quando a venda das ações é realizada por um valor superior ao da compra – quando há valorização das ações.

Tradicionalmente se assume que os investidores preferem ações com distribuição constante de dividendos dada a incerteza do futuro e da dificuldade de controle das decisões dos gerentes em benefício próprio. Assim, quando uma empresa distribui mais proporções de dividendos tende a promover uma maior valorização das suas ações, *ceteris paribus*, mesmo que haja a necessidade de contratação de capital a taxas de juros no mercado. Estas decisões de contratação de capital deveriam ser apresentadas para os acionistas, o que facilitaria o controle, embora gerasse novos custos de agência.

A distribuição de dividendos deve, portanto, ser equivalente à expectativa do mercado, ou da sua maior parcela, para produzir efeitos no valor das ações. Desta forma, a presença de clientelas com opções semelhantes à política de distribuição de dividendos é o que realmente determina o sucesso desta ação na oscilação esperada do valor de mercado. Como conhecer estas parcelas é tarefa considerada por Black (1976) como impossível, analisar os efeitos

históricos da política de dividendos no valor das ações em proporções diferentes da amostra é um fator de avanço nos estudos sobre a temática.

A relevância deste trabalho é oriunda da sua proposta de demonstrar o comportamento da amostra de forma segmentada. Assim, pode-se produzir estimativas mais fiéis da volatilidade acionária esperada. A importância de análises dos extremos vai ao encontro às proposições de Miller e Modigliani (1961), de que sendo as clientelas os fatores da volatilidade do valor das ações, serão mais afetadas as empresas que distribuem altas parcelas de dividendos e aquelas que não distribuem seus lucros, os retendo para novos investimentos. Estudos de análises aos pontos centrais das amostras falhariam ao demonstrar estes efeitos.

Este estudo se diferencia, também, por propor uma nova abordagem estatística sobre os grupos $DIVx$. Kim *et al.* (2016) utilizaram-se de um modelo dinâmico, no qual as variáveis foram elencadas por sua variação temporal. Aqui se está analisando as variáveis unicamente em seu valor anual, a fim de se testar a forma da distribuição dos grupos, através do intercepto α da reta no eixo Y, do plano cartesiano.

1.5 Contribuições do Estudo

A importância do estudo da relação dos dividendos sobre o valor das empresas pode ser representada pelo significativo número de pesquisas brasileiras buscando consolidar o conhecimento sobre o tema. Os resultados são variados sobre a existência de uma relação entre dividendos e valor das empresas estudadas. Enquanto alguns estudos demonstram a existência da relação (CORREIA; AMARAL, 2002; NOVIS NETO; SAITO, 2003; CORSO *et al.*, 2012; VIANA JÚNIOR *et al.*, 2017), outros não encontraram evidências sobre a relevância dos dividendos no valor da empresa (PROCIANOY, 1994; BUENO, 2002; MARQUES *et al.*, 2015; RODRIGUES; AMBROZINI, 2016; SILVA *et al.* 2016). Este cenário evidencia a importância da continuação de investigações nesta área.

Nos estudos anteriores apresentaram-se análises utilizando-se métodos estatísticos voltados à média das amostras, o que limita a obtenção de informações. Ao identificar esta lacuna das análises, este trabalho pretende contribuir, de forma diferenciada dos demais, por analisar a relação existente entre os dividendos e o valor da empresa, utilizando-se de segmentação da amostra disponível no mercado brasileiro.

Com a aplicação de um modelo de análises que não seja focado apenas aos valores médios da amostra, mas que considere a amostra de forma segmentada, este estudo contribui por oferecer um melhor detalhamento no que concerne à relação dividendo-valor, avançando-se na temática. Proposições de relações lineares (baseadas na teoria de Lintner e Gordon) ou

não existentes (apoiadas nas afirmações de Modigliani e Miller) são limitadas pela utilização de valores centrais, o que pode não representar o comportamento de toda a amostra.

Logo, a abordagem proposta permite analisar a relação dos dividendos com o valor da empresa de acordo com os níveis de dividendos distribuídos, o que, espera-se, trará melhor entendimento do impacto da remuneração dos acionistas na valorização das empresas negociadas no mercado aberto.

Considera-se assim que conhecer se efetivamente a distribuição de dividendos é fomentadora de valor para o negócio e em quais níveis de pagamentos esta relação é mais forte é um catalisador decisório, que pode lançar nova luz sobre o *trade-off* dividendos-investimento. Um melhor detalhamento da possibilidade de se criar valor por meio da distribuição dos lucros apurados pode ser usado como balizador para decisões futuras de reinvestimento de recursos, quando comparados com resultados futuros esperados.

Adicionalmente, considera-se importante destacar que este estudo também visa contribuir em oferecer subsídios decisórios para a distribuição de fluxo de caixa livre aos acionistas, demonstrando em quais níveis esta ação afeta o valor das empresas de capital aberto brasileiras. Também, é um avanço na literatura sobre o tema, dada a análise de outros fatores a serem considerados na percepção dos investidores.

Espera-se que este estudo possa servir de base na investigação da proporcionalidade de dividendos distribuídos e incremento ou decréscimo de valor nas ações negociadas, estabelecendo-se uma parametrização para a rentabilidade mínima para o reinvestimento de caixa frente a distribuição dos lucros.

1.6 Delimitação do Estudo

Ao se realizar uma pesquisa ou trabalho científico se está analisando um ato ou efeito dentro de certos limites, pode ser tecnicamente impossível ou inviável analisar uma população inteira, toda a existência de um fenômeno ou abranger toda a informação conhecida de um tema. Apesar de relevante, não se inclui nos objetivos deste estudo investigar as causas da relação dividendos e valor das empresas considerando-se outros assuntos como, por exemplo, aspectos qualitativos da decisão de distribuição de dividendos por parte das empresas.

Sobre o *locus*, a amostra em estudo é formada pelas empresas listadas na B3, a bolsa de valores brasileira. Destas, serão excluídas empresas bancárias ou assemelhadas, dada a legislação própria do setor, emitida pelo Banco Central (BACEN), além da incidência de maiores porcentagens de Imposto de Renda e de Contribuição Sobre o Lucro Líquido além dos altos índices de alavancagem (WEBER, 2008). Esta decisão é corroborada por outros estudos

na temática dos dividendos, como os de Correia e Amaral (2002) e Viana Jr. *et al.* (2017). A limitação em empresas de capital aberto é pertinente dada a disponibilidade dos dados destas empresas, que devem por força legal torna-los públicos. Já a escolha do Brasil como mercado de estudo advém da sua importância econômica, sendo a maior economia latina (SMITH, 2018) e 17º maior mercado acionário mundial, por capitalização de empresas domésticas (MATOS, 2016).

Outrossim, o mercado brasileiro possui particularidades que justificam sua escolha. Bastos *et al.* (2009) e Póvoa e Nakamura (2014) afirmam que o mercado de capitais é pouco desenvolvido, com opções limitadas de crédito e altas taxas de juros. Estas últimas características são apontadas por Vancin e Procianoy (2016) como fatores condicionantes para a pequena distribuição de lucros, basicamente obedecendo à legislação vigente. Estes autores também reconhecem a alta concentração acionária presente no mercado brasileiro como condicionante para a retenção de capitais.

A questão temporal é iniciada em 1996 e findada em 2018, compreendendo 22 anos. Serão analisados os valores anuais divulgados pelas empresas. A delimitação temporal abrange o período de estabilidade financeira brasileira recente, desde a implementação do plano Real, o que evita distorções inflacionárias apresentadas nos dados. Também é um período sem incidência tributária nos ganhos por dividendos para os acionistas e, complementarmente, período que abriga cenários econômicos de crise e de crescimento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A distribuição de dividendos é tema recorrente de estudos nas áreas gerenciais por sua importância na tomada de decisão. Trata-se de um importante *trade-off* enfrentado por administradores e conselheiros ao final do exercício, pois a distribuição de recursos é concorrente com a possibilidade de reinvestimentos lucrativos. Esta distribuição também está ligada a aspectos legais, dadas as Leis 6.404/1976 (BRASIL, 1976) e 10.303/2001 (BRASIL, 2001), que delimitam valores mínimos para pagamentos de dividendos quando não discriminados no Estatuto das empresas, além de determinarem outras destinações para o resultado líquido da empresa (BRASIL, 1976; VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Outro fator importante para a decisão de distribuir dividendos está ligado à possibilidade do reflexo desta distribuição no valor das empresas. Duas abordagens são discordantes neste aspecto, sendo a relevância (LINTNER, 1956; GORDON, 1963) e a irrelevância dos dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961) no valor das empresas encontradas comumente norteando os estudos sobre o tema no Brasil.

Outras teorias também buscam explicar a relação dos dividendos com o valor das empresas. A Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a Teoria da Preferência Tributária (ELTON; GRUBER, 1970) e a hipótese do *Catering* (BAKER; WURGLER, 2004) relacionam direta (o efeito do montante distribuído é desejado pelos investidores) ou indiretamente (a distribuição do fluxo de caixa livre impacta positivamente outros fatores gerenciais) os dividendos com o valor percebido pelo mercado de investimentos.

O presente trabalho se embasa na Teoria da Relevância dos Dividendos, também conhecida por Teoria do “Pássaro na Mão”, e na Teoria de Agência, para analisar as relações transversais dos dividendos e o valor das empresas de capital aberto atuantes no balcão brasileiro. Estas teorias serão discutidas abaixo, delimitadas pelos objetivos do trabalho. Também serão brevemente mencionados estudos correlatos sobre o tema abordado, com a finalidade de demonstrar a concentração de estudos orientados para análises à média das amostras.

2.1 A Distribuição de Dividendos e Suas Implicações

Dividendos são retornos sobre o capital investido nas empresas por investidores ao comprarem ações emitidas por elas (BRUGNI *et al.*, 2012). Já a política de dividendos de uma empresa é deliberada pelas Assembleias de acionistas e trata da destinação dos recursos disponíveis.

Damodaran (2005) aponta para a expectativa dos investidores por dois tipos de fluxos de caixa: os próprios dividendos e o preço final esperado para o período. Para o autor, este último está ligado ao primeiro por ser base de avaliação do mercado, baseado nas informações contábeis disponíveis.

Ross *et al.* (2008) afirmam que um dos papéis dos dividendos é transmitir informações sobre a situação atual e a expectativa futura por parte das empresas. Assim, os dividendos possuem capacidade informativa que pode estimular a variação de preços das ações. Para Beaver *et al.* (1997), o que relaciona os dividendos com o valor das empresas é que a expectativa de dividendos é associada aos fluxos projetados futuros. Assim, o dividendo futuro é o que contém a relação com o resultado esperado da empresa (incluindo a expectativa do pagamento de dividendos futuros), influenciando no valor das ações. A relação dos dividendos com o valor das ações, portanto, não é restrita ao comportamento passado da gestão.

Se há maior valorização das ações que pagam dividendos, Lintner (1956) afirmou que a política de dividendos estável é a preferência dos gestores. Para o autor, os dividendos teriam um crescimento proporcional ao lucro sustentado e os gestores evitariam cortar dividendos, só o fazendo quando o resultado negativo é persistente. Assim, Lintner traz um caráter informacional ao dividendo. Gordon (1963) reforçou a importância da distribuição do caixa livre, mas pela insegurança dos investidores com relação ao futuro.

Outros estudos apontam para a preferência dos investidores pelos dividendos, mas sob diferentes prismas. Shefrin e Statman (1984) argumentam que os acionistas reivindicariam os dividendos como um auto-controlador do consumo possível, sem que o principal fosse convertido. Os dividendos também trariam a sensação de rentabilidade, que evitaria arrependimentos com um aumento de preços após a negociação dos títulos.

Uma hipótese bastante discutida para a relação positiva entre os dividendos e o valor das ações é a de que uma menor proporção de valores à disposição dos gestores limita investimentos inseguros – ou mesmo operações que atendam a interesses particulares deles (JENSEN; MECKLING, 1976). Por outro lado, as preferências dos investidores por maiores proporções de capitais, independente do motivo desta preferência, é levada em conta pelos acionistas (BAKER; WURGLER, 2004).

Assim como os acionistas, na proposição de Lintner, também os investidores institucionais apresentam a percepção de que um aumento nos dividendos é refletido positivamente nas ações. Contudo, eles possuem uma predileção pelos ganhos de capital aos dividendos como remuneração (FARRELLY; BAKER, 1989). Todavia, esta predileção pode

ser modificada, por exemplo, com alterações na política de tributação dos dividendos e de ganhos da capital (EHRARDT; BRIGHAM, 2014).

Ehrhardt e Brigham (2014) afirmaram que empresas maduras e com possibilidades limitadas de crescimento tendem a distribuir grandes parcelas de seus fluxos de caixa aos acionistas, como dividendos ou como recompra de ações. Pelo contrário, empresas que apresentam crescimento rápido optam pela retenção e reinvestimento do caixa disponível em novos projetos, conforme explanaram Fama e French (2001).

Neste aspecto, pode-se apontar Miller e Modigliani (1961), que atentaram para o efeito da clientela. Para os autores, mesmo que não haja benefícios na distribuição dos dividendos, clientelas que desejassem receber dividendos impulsionariam as ações que pagassem maiores proporções de lucros, sendo que a clientela contrária aos dividendos traria efeito nos papéis cujos emissores retivessem o lucro. A dificuldade em se conhecer a clientela parece ser tamanha, que Black (1976) alegou ser virtualmente impossível se conhecer com segurança qual tipo de clientela é imperativa.

A capacidade de a distribuição de caixa gerar valor para a empresa parece estar ligada a questões tributárias para os acionistas. Por exemplo, em mercados onde há tributação sobre dividendos, os acionistas podem preferir os ganhos de capital, com uso do caixa livre para recomprar ações, uma vez da sua menor tributação (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014). Entretanto, países com menor proteção para o acionista ou sem incidência de impostos sobre os dividendos podem apresentar preferência por maiores distribuições de lucro líquido, seja pela incerteza do cenário futuro (NARANJO *et al.*, 1998), a carência de proteção para o investidor (PINKOWITZ *et al.*, 2006), a ingenuidade dos investidores ou seu desejo de consumo (SHEFRIN; STATMAN, 1984) ou, ainda, a dedução fiscal por parte das empresas (MOSER; PUCKETT, 2009; DHALIWAL *et al.*, 1999).

Pesquisas mais recentes apontaram para o uso de gerenciamento de resultados, por meio de *accruals*, na direção do atingimento de metas de lucros, para a manutenção dos padrões de dividendos (LIU; ESPAHBOLI, 2014; SKINNER; SOLTES, 2011). “Os resultados desses estudos revelam que a explicação da sinalização de dividendos, segundo a qual as iniciações e aumentos de dividendos indicam ganhos futuros maiores, pode envolver sub-estratégias mais complexas do que os pesquisadores imaginavam anteriormente” (BAKER; WEIGAND, 2015, p. 132, tradução nossa).

2.2 As Particularidades do Mercado Brasileiro

A distribuição dos dividendos, no Brasil, possui algumas particularidades que a diferencia dos mercados principais. A não incidência tributária nos dividendos, a figura dos Juros Sobre Capital Próprio, a alta concentração de ações e a participação do governo no mercado são algumas destas diferenciações. Ademais, o mercado possui baixo número de empresas negociando, ainda há a existência de dois tipos de ações (*dual class*) em algumas empresas e baixa liquidez (CAMARGOS *et al.*, 2012).

A discussão tributária no Brasil, portanto, se apresenta um pouco diferente. Enquanto há muita literatura sobre mercados principais acerca da tributação sobre dividendos e ganhos de capital, os dividendos no Brasil são isentos de tributação de renda, há incidência parcial nos ganhos de capital, enquanto há tributação de renda nos JSCP (BRASIL, 1995). Logo, os investidores demandam os dividendos, que não sofrem penalização tributária para os credores. Assim, mesmo havendo vantagem tributária (nos tributos das empresas fonte) para a distribuição de rendas por JSCP, a distribuição de dividendos atende aos desejos dos acionistas (BOULTON *et al.*, 2012). Mesmo com a vantagem tributária, Loss e Sarlo Neto (2006) relataram níveis inferiores de distribuição de lucros por uso de JSCP, quando comparados com os dividendos. Isto deixa aparente a importância dada à preferência dos investidores no momento da formulação da política de distribuição de lucros. Boulton *et al.* (2012) também mencionaram esta característica de distribuição dos dividendos, mesmo com a vantagem tributária dos JSCP para as empresas.

Outro fator de diferenciação do mercado brasileiro é a questão do *trade-off* principal, ou seja, a concorrência entre a distribuição e as opções de reinvestimento pelo fluxo de caixa livre. Modigliani e Miller alegaram que (dados: mercado perfeito, ausência de tributação e sendo os investidores racionais) o relevante para o valor é a capacidade de reinvestimentos a valor(es) presente(s) líquidos(s) positivo(s). A alteração da política de dividendos frente às oportunidades de investimento sugeriria uma vinculação entre as duas opções. Loss e Sarlo Neto (2006) não encontraram indícios do relacionamento entre as duas políticas financeiras. Os autores sustentaram que as decisões de investimento não alteram a política de distribuição de lucros das empresas estudadas, mas salientam a importância da regulação legal sob esta política.

Ainda no tocante à questão legal, há a determinação de uma proporção mínima do lucro líquido a ser distribuído, quando não há pactuação no Estatuto da empresa. Também é legalmente determinada a retenção de parcelas para fundos de naturezas variadas (BRASIL, 2001; BRASIL, 1976).

Prosseguindo, a desvinculação do fluxo de caixa do capital votante, com uso de emissão de ações *dual class* (ON e PN) também impacta a percepção do mercado, podendo criar conflitos entre acionistas minoritários e majoritários (GRANDO *et al.* 2017). A negociação das ações com direito a voto (ON) com prêmio sobre as ações preferenciais suscita questionamentos sobre existências de benefícios presentes nas primeiras, “oriundos dos fluxos de caixa gerados pelas companhias empresa de capital aberto que são aproveitados, exclusivamente, pelos acionistas controladores” (CAMARGOS *et al.*, 2012, p. 2).

Brugni *et al.* (2012) propuseram em seu trabalho um quadro comparativo de características diferentes da distribuição de dividendos em países desenvolvidos (como EUA e Reino Unido) e a realidade brasileira. Os mesmos conteúdos, com adaptações textuais, são apresentados no Quadro abaixo.

Quadro 1 - Característica da distribuição dos dividendos em mercados desenvolvidos e no Brasil

Informação ou categoria evidenciada	Países Desenvolvidos	Brasil
Obrigatoriedade de distribuição dos dividendos	A menos que um dividendo seja declarado pelo conselho de administração de uma sociedade por ações, ele não é uma obrigação da empresa.	Lei nº 6.404/76 em seu art. 202 com redação dada pela Lei nº 10.303/01 estabelece que "os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo", a parcela referente a 25% de metade dos lucros deduzidos da constituição de reserva legal e reservas para contingências (inciso I). Caso a empresa, quando omissa no estatuto, deseje alterar sua forma de pagamento de dividendos, esta não poderá estabelecer um percentual inferior a 25%. O entendimento da Lei sugere que dividendos inferiores a 25% só podem ocorrer quando estabelecidos na fase inicial do estatuto.
Aspecto tributário para as empresas pagadoras de dividendos	O pagamento de dividendos pela sociedade por ações não é uma despesa da empresa. Os dividendos são dedutíveis para fins de imposto de renda de pessoa jurídica. Em resumo, os dividendos são pagos com os lucros da sociedade depois de descontado o imposto de renda.	Lei nº 9.249/95, cria a possibilidade de as empresas remunerarem seus acionistas por meio do pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP). Tal lei permite que os pagamentos efetuados a esse título sejam considerados como despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda e da contribuição social incidentes sobre os lucros das empresas

Aspecto tributário para os beneficiários dos dividendos	Os dividendos recebidos por pessoas físicas são, em grande parte, tratados como rendimento ordinário pela Receita Federal, sendo integralmente tributáveis. Empresas que possuem ações de outras empresas pagam somente 30% do tributo.	Lei nº 9.249/05, art. 10: dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, tanto para investidores caracterizados como pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.
---	---	--

Fonte: Adaptado de Brugni *et al.* (2012).

O Quadro 1 deixa evidente a importância do impacto legal sobre a composição, a destinação e a distribuição dos dividendos no mercado brasileiro.

A as teorias mais difundidas para explicar o impacto da distribuição dos dividendos no valor das empresas são as propostas por Lintner (1956) e Gordon (1963) e a Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), também conhecida como hipótese do fluxo de caixa livre. Ambas serão tratadas na sequência deste estudo.

2.3 Valor da Empresa

Rappaport (2001) afirma que a real finalidade da empresa é produzir constantemente valor para o acionista. No entanto, a definição de valor deve ser realizada. Harrison e Wicks (2013), por exemplo, argumentaram que a discussão acadêmica presente assume valor como sendo o valor econômico das empresas. Este é o resultado da soma dos ativos tangíveis e intangíveis (KAYO *et al.*, 2006).

Uma forma de se caracterizar o valor das empresas seria com o que o acionista teria direito, demonstrados contabilmente. Resumidamente, seria a diferença entre os ativos e os passivos das empresas, caracterizando o Patrimônio Líquido (ASSAF NETO, 2010). Também pela utilização de indicadores contábeis, o modelo de valorização de Ohlson (1995) se baseia no lucro residual, afirmando que o valor patrimonial futuro é igual ao valor patrimonial inicial adicionado dos ganhos do período, diminuído o dividendo pago.

Outra forma de se demonstrar o valor da empresa é a baseada nos fluxos de caixa livres disponíveis após o investimento, estimados para o futuro e trazidos a valores presentes descontando-se uma taxa de custo de capital. Consideram-se nesta métrica os valores explícitos, com detalhamento dos fluxos e o valor terminal, com premissas sobre as evoluções de entradas e saídas constantes (FAMA; LEITE, 2003; DAMODARAN, 2005).

No mercado de capitais, o valor da empresa é representado pelo valor unitário de uma ação, multiplicado pelo volume total de ações disponíveis. O valor da ação está relacionado

com decisões de investimento e pagamento da empresa (VAN HORNE, 1998). Desta forma, o valor negociado deveria refletir todo o valor intrínseco, representando a expectativa futura da empresa. Porém, as ineficiências do mercado de capitais tornam este valor pouco confiável (KAYO *et al.*, 2006).

A criação de valor para a empresa (e conseqüentemente para o acionista) é assunto bastante debatido nas ciências gerenciais. Vantagens competitivas são mencionadas como agregadores de valor nas empresas (PORTER, 1992; IRELAND *et al.*, 2014) e diversos estudos apresentaram resultados sobre melhorias de processos, de relacionamento com o cliente ou de desenvolvimento de novas competências como fatores de incremento de valor das empresas. A aquisição de concorrentes, buscando acesso a suas tecnologias, é valorizada pelo mercado de capitais (IRELAND *et al.*, 2014).

Processos produtivos mais baratos e eficientes geram aumentos nos lucros, sendo abordagens logísticas como o *Supply Chain Management* (SCM) focadas em otimizar o funcionamento industrial (HORVART, 2001; SAHAY, 2003; DEHNING *et al.* 2007). As ações de *marketing* voltadas para os clientes visam estabelecer maior conhecimento de demandas das clientelas, descobrir novos nichos econômicos e fidelizar clientes, dentre outros aspectos (WOODRUFF, 1997). A vantagem competitiva aqui vai além do incremento de receitas. Entretanto, Lukas *et al.* (2005) argumentaram que uma das barreiras para o *marketing* como impulsionador de valor nas empresas reside na falta de métricas disponíveis para quantificar este implemento.

A expectativa futura está contida no valor de negociação das ações, conforme já mencionado. Então, fortalecer as vantagens competitivas faz com que o valor das ações seja elevado. O investimento em Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) é comumente relatado como um impulsionador de valor das firmas, pois sinaliza preocupação com concorrências futuras, por exemplo.

Porém, as respostas positivas de valores de ações ao investimento em P&D foi relatada como exclusividade em empresas de alta tecnologia – mesmo quando os anúncios de investimentos na área coincidem com anúncios de quedas nos lucros (CHAN *et al.*, 1990). Por sua vez, Chauvin e Hirschey (1993) identificaram que as despesas e investimentos em P&D eram um indicador futuro para os investidores, se relacionando positivamente com os valores das ações. Já Chan *et al.* (2001) encontraram relação positiva entre a intensidade de investimentos em P&D e retorno de ações. Seu estudo relatou uma relação similar para investimentos em *marketing*.

A criação de valor não se limita a processos de desenvolvimento ou operacionais, internos na empresa. A distribuição de resultados (e a forma desta distribuição) também pode ser fator gerador de aumentos de valor nas ações negociadas. Por exemplo, uma clientela que prefira receber dividendos pode aumentar a compra de ações de empresas que pagam maiores níveis de dividendos, elevando seu valor (MILLER; MODIGLIANI, 1961). Já distribuições de dividendos constantes parecem ser preferidos por acionistas, refletindo na procura por estes títulos (LINTNER, 1956). O incremento de valor oriundo dos dividendos será debatido mais adiante. A determinação da relação dos pagamentos de dividendos com os valores das empresas é o tema principal deste estudo.

Conhecidos alguns mecanismos que operam para a criação de valor, as técnicas para medição mais utilizadas normalmente combinam valores de mercado com valores contábeis. Dentre as técnicas de análise de valor de mercado, está o q de Tobin (GRANDO *et al.*, 2016).

O q de Tobin foi apresentado em 1969, no trabalho *A general equilibrium approach to monetary theory*, do economista James Tobin. Em seus estudos, Tobin atribuiu a explicação do nível de investimentos das empresas à relação entre o valor de mercado destas e o custo de reposição do seu capital.

Formulações matemáticas propostas para a implementação da teoria, as quais serão apresentadas mais adiante, traçam o seguinte perfil: um valor de $q > 1$ indica que o custo de reposição de capital é inferior ao custo de mercado da empresa, sinalizando que se deva efetuar o desembolso de capital na direção de investir. O contrário, também, é dado como verdadeiro, ou seja, um valor q inferior a 1 sinaliza para a distribuição dos valores, pois o custo de reposição dos ativos é superior ao retorno esperado com os investimentos (NOGUEIRA *et al.*, 2010; SANTOS *et al.*, 2011).

Tobin (1969) apresenta a riqueza como a soma do valor do capital existente com a oferta de moedas a uma razão q . Esta razão é representativa da relação do valor de mercado da empresa e o custo de reposição dos seus ativos. Desta forma, formulou-se a equação 1:

$$= \frac{\text{VMA}}{\text{VMD}} \quad (1)$$

Em que VMA é o valor de mercado das ações da empresa, que pode ser obtido multiplicando-se o valor negociado de uma ação pelo montante de ações disponíveis para negociação, em uma bolsa de ações. VMD é o valor de mercado das dívidas da empresa, representado por passivo circulante menos o ativo circulante, acrescendo-se as dívidas de longo

prazo. Por fim, o VRA é o valor de reposição dos ativos da companhia (FAMA; BARROS, 2000; SANTOS *et al.*, 2011).

Contudo, o VRA se mostra um valor de difícil estimação. Para Fama e Barros (2000, p. 9), “para estimar VRA, é preciso ajustar os valores contábeis não apenas pela variação dos preços na economia, como também pela variação tecnológica ocorrida no período e pela depreciação ‘real’ dos ativos, em oposição à depreciação contábil”.

Lindenberg e Ross (1981), considerados como pioneiros na construção de um modelo que aproximasse o valor q conceitual daquele utilizado no mundo real (NOGUEIRA *et al.*, 2010), pontuaram a dificuldade em se obter um valor preciso para o VRA, dada a complexidade do conceito do custo de capital. Ademais, em diversos casos não há um mercado ativo de bens de capital usados para se realizar a precificação precisa. Assim, optaram por realizar uma divisão dos ativos em categorias, sendo: (i) instalações e equipamentos e (ii) estoques, caixa, títulos negociáveis, terrenos, dentre outros. Sobre os “outros”, frisou-se que seu custo de reposição é similar ao valor contábil.

Efetuada esta categorização, o custo de reposição seria calculado por meio da equação 2:

$$= + - + - \quad (2)$$

Em que:

CR = custo de reposição dos ativos

AT = ativo contábil total

RIE = valor de reposição de instalações e equipamentos

HIE = valor histórico das instalações e equipamentos

RE = valor de reposição dos estoques

HE = valor histórico dos estoques.

Outras fórmulas foram apresentadas para o empirismo do modelo. Chung e Pruitt (1994) introduziram uma fórmula de aproximação, dada por:

$$= \text{—————} \quad (3)$$

Nesta proposta AP é o valor das ações preferenciais no mercado americano. Para o cálculo no cenário brasileiro ele é desconsiderado por Nogueira *et al.* (2010). O cálculo das dívidas da empresa (D) na equação é apresentado como:

$$= - + + \quad (4)$$

Em que:

VCDcp = valor contábil das obrigações de curto prazo

VCRcp = valor contábil dos recursos atuais da empresa

VCest = valor contábil dos estoques

VCDlp = valor contábil das obrigações de longo prazo

Quando comparado com os resultados obtidos por Lindenberg e Ross (1981), o modelo de Chung e Pruitt (1994) apresentou um coeficiente de explicação menor do que 0,966, denotando que 96,6% do q calculado originalmente pode ser explicado pelo q aproximado (NOGUEIRA *et al.*, 2010; SANTOS *et al.*, 2011).

Posteriormente, Lee e Tompkins (1999) publicaram uma alternativa para o q , agregando o valor das obrigações de curto prazo, menos os ativos de curto prazo. A equação 5, proposta:

$$= \frac{\text{VCDcp} - \text{VCRcp} + \text{VCest} + \text{VCDlp}}{\text{VCRcp} + \text{VCDlp}} \quad (5)$$

Para além das siglas já apresentadas, aqui se acrescentam os valores contábeis das contas exigível a longo prazo (ELP), estoques (EST), passivo (PC) e ativo (AC) circulantes.

Estudos feitos nos Estados Unidos e na Europa, segundo Santos *et al.* (2011), confirmaram a capacidade de explicação dos gastos de investimentos por meio da abordagem de Tobin. Entretanto, no Brasil, além da produção ter sido pequena, os resultados não se apresentaram satisfatórios. “Crê-se que esses resultados decorram basicamente das proxies utilizadas no custo de reposição de capital” (op. cit., p. 67).

O estudo de Andrade (1987), utilizando os somatórios dos valores de mercado das empresas como VMA e a soma do patrimônio líquido (considerado uma possível representação do custo de reposição do estoque de capital), nas empresas brasileiras, de 1978 a 1987, indicara que a razão q teve significativa influência no investimento agregado – porém, no sentido oposto.

Ainda, Kammler e Alves (2009) citaram a capacidade de explicação dos investimentos nas empresas brasileiras pela lógica de Tobin. Em contrário, em seu próprio estudo, Santos *et al.* (2011), analisando empresas no período de 1994 a 2010, não encontraram relevância de Tobin sobre as decisões de investimento no mercado nacional de empresas de capital aberto.

Nogueira *et al.* (2010), sobre o setor de siderurgia nacional, concluíram que o q de Tobin captura informações relevantes de variáveis macro e microeconômicas, sendo um indicador potencial para a análise financeira do setor.

Sobre os dividendos, Koch e Shenoy (1999) estabelecem uma divisão entre as empresas de acordo com o índice q de Tobin. As empresas tidas como maximizadoras de valor de capital

são aquelas que apresentaram o índice nas proximidades de 1. Para os autores, empresas com $q > 1$ estão expostas a problemas de sub-investimento, pois estariam deixando de aproveitar oportunidades lucrativas. Além disso, também estariam expostas a conflitos de agência. Já aquelas classificadas como expostas a problemas de sobre-investimento, apresentando $q < 1$, estariam investindo em projetos de valor(es) presente(s) líquido(s) negativo(s), destruidor(es) de valor. Logo, as alterações nas políticas de dividendos e de estrutura de capital impactam de forma mais significativa no valor das empresas com q mais distante de 1.

Pela representatividade do valor da empresa em bases comuns, o índice q foi eleito como *proxy* desta grandeza nesta pesquisa. Assim, as comparações poderão ser efetuadas evitando-se possíveis distorções oriundas do tamanho das empresas, de seus graus de geração de caixa, dentre outros fatores.

2.4 A Relevância da Distribuição de Dividendos no Valor das Empresas

A ideia de que a informação contábil pode exercer impacto no valor de avaliação das empresas pelo mercado data de década atrás. Beaver (1968), Ball e Brown (1968) e Foster (1977) já estudavam o comportamento do mercado frente a divulgação das informações contábil-financeiras pelas empresas. No final dos anos 1950 e início dos anos 1960, a relevância dos dividendos para o valor das empresas começa a ser questionada.

Miller e Modigliani (1961) propuseram seu trabalho clássico, no qual sustentam que o próprio investidor pode determinar seu retorno transacionando ações de sua propriedade. Inicialmente, propuseram o estudo dada a ausência de tributos. Os autores postularam que frente a uma distribuição de 100% do lucro, ainda assim o investidor poderia produzir o lucro que desejasse vendendo e comprando novos títulos (KIM *et al.*, 2016). “(...) Se uma empresa não paga dividendos, um acionista que queira 5% de dividendos pode ‘criá-lo’ vendendo 5% de suas ações” (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014, p. 555).

Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) apresentaram uma nova versão de seus estudos, no qual ponderaram que, havendo subsídios fiscais frente os juros pagos, a empresa apresentará crescimento proporcional ao montante da dívida capitalizado pelo valor da subvenção. Em outras palavras, a empresa deveria ser financiada quase integralmente por meio de endividamento.

Se este ponto fosse dado como verdadeiro, então seria natural à empresa que distribuisse quase sua totalidade de resultado entre os acionistas, pois haveria vantagem no endividamento para seu crescimento. Percebendo o paradigma resultante de seus postulados, Modigliani e Miller (1963, p. 442, tradução nossa) ponderaram que:

Pode ser útil lembrar mais uma vez aos leitores que a existência de uma vantagem fiscal para o financiamento da dívida - mesmo a maior vantagem da versão corrigida - não significa necessariamente que as empresas devem sempre procurar usar o montante máximo possível de dívidas em suas estruturas de capital. Por um lado, outras formas de financiamento, nomeadamente os lucros retidos, podem, em algumas circunstâncias, ser ainda mais baratas quando se toma em consideração o estatuto fiscal dos investidores ao abrigo do imposto sobre o rendimento pessoal. Mais importante, há, como apontamos, limitações impostas pelos credores, bem como muitas outras dimensões (e tipos de custos) em problemas reais de estratégia financeira que não são totalmente compreendidos, a estrutura de modelos de equilíbrio estático, nossos próprios ou aqueles da variedade tradicional. Essas considerações adicionais, que normalmente são agrupadas sob a rubrica 'necessidade de preservar a flexibilidade', normalmente implicarão na manutenção pela corporação de uma reserva substancial de poder de empréstimo inexplorado.

Assim, a política de distribuição de dividendos é irrelevante para produzir valor sob a ótica de aumento de retorno capital para o acionista. A teoria se baseia em um cenário de mercado perfeito e de investidores racionais. No entanto, Baker *et al.* (2002) demonstraram os motivos pelos quais a discussão sobre as implicações dos dividendos não pode ser limitada pelo proposto pelos autores clássicos.

Quando se deixa o mundo idealizado de teoria econômica da M&M e se entra no mundo real, a questão da irrelevância de dividendos se torna mais discutível. Tais imperfeições de mercado como taxas de impostos diferenciadas, assimetrias de informação entre *insiders* e *outsiders*, conflitos de interesses entre gerentes e acionistas, custos de transação, custos de flotação⁸ e comportamento irracional dos investidores podem tornar a decisão sobre dividendos relevante (BAKER *et al.*, 2002, p. 242, tradução nossa).

Outro fator contrário à teoria M&M é apontado por DeAngelo e DeAngelo (2006): a pergunta da teoria, se as empresas que distribuem maiores dividendos apresentam ações sobrevalorizadas, não é abordada nas suas análises, pois o efeito conjunto de suas premissas é exigir 100% do pagamento do fluxo de caixa livre em cada período disponível, tornando os menores pagamentos inviáveis.

O risco presente em transações do mundo real pode motivar investidores a exigir o retorno sobre o capital investido o quanto antes. O valor das empresas tende a aumentar em proporcionalidade direta ao pagamento de dividendos, enquanto o retorno de capital exigido pelos acionistas atua de forma contrária. Frente ao pagamento de maiores dividendos, a taxa de retorno exigida pelos acionistas é menor, dadas as incertezas futuras. Portanto, os acionistas preferirão os ganhos em dividendos, preterindo os ganhos de capital. Este é o cerne da teoria da preferência pelos dividendos pelos acionistas, proposta por Gordon (1963). Aliados a ela, os postulados de Lintner (1956) que descrevem a preferência dos gestores pela distribuição de

⁸ Custos incorridos por empresas de capital aberto para emissão de novos títulos. Inclui despesas como taxas de subscrição, taxas legais e de registro.

dividendos constantes, e sua aversão a cortes dos mesmos, formam a Teoria do “Pássaro na Mão”.

A relação entre os dividendos e o valor das ações é tema de inúmeros estudos. Há relativo material que busca calcular o crescimento das empresas (ou de seu valor) por meio dos fluxos de dividendos. A literatura clássica determina que o crescimento da empresa é maior quanto maior a retenção e reinvestimento de caixa. Assim, se estabeleceria uma relação linear em função do retorno sobre os ativos (ROA) e a proporção de capital retido⁹ (DEMPSEY *et al.*, 2018). De forma limitada, esta fórmula considera apenas questões internas das empresas, entendendo o crescimento como uma constante linear.

Há outros modelos de valorização propostos. Gordon e Shapiro (1956), por exemplo, se baseiam na relação entre ganhos e dividendos futuros para estabelecer uma taxa de crescimento do valor da empresa. Ou seja, o preço de uma ação se dá pela expectativa de dividendos e de ganhos de capital, com a valorização das ações. Contudo, a limitação é que este modelo melhor se aplica em empresas com distribuição estável de dividendos ao longo do tempo e à crença do mercado perfeito e do investimento racional. Também sofre crítica com relação ao conservadorismo contábil, pois estes modelos trabalham o dividendo esperado, segregando outros fatores importantes para o valor da empresa, como intangíveis (DAMODARAN, 2005). Além disso, ações com crescimento no mercado ficariam subavaliadas pelo modelo, enquanto as em declínio seriam sobreavaliadas (SORENSEN; WILLIAMSON, 1985).

Esta é uma das premissas adotadas por Brief e Zarowin (1999) ao apresentarem um modelo alternativo de valorização de ativos baseado na relevância do valor patrimonial com os dividendos. A utilização deste modelo se limita às empresas que pagam dividendos regularmente.

Assaf Neto *et al.* (2007) argumentam que há três motivos para se defender a relevância dos dividendos para os acionistas: (i) o efeito clientela; (ii) a teoria de Lintner e Gordon, e (iii) a hipótese do conteúdo informacional. Já Baker e Weigand (2015) apontaram os diversos aspectos e teorias para contextualizar a importância dos dividendos. Para os autores, além dos aspectos apontados por Assaf Neto *et al.* (*op. cit.*), somam-se as preferências tributárias, os custos de agência, a Teoria do Ciclo de Vida e a Teoria do Catering.

Naranjo *et al.* (1998), estudando o mercado americano entre 1963 e 1994, confirmam que as empresas que pagam maiores parcelas do lucro líquido possuem valor mais alto, devido à menor incerteza das aplicações de recursos. Pinkowitz *et al.* (2006), em uma amostra de 35

⁹ A fórmula clássica preconiza que o crescimento da firma (g) é uma constante relacionada com o total dos lucros retidos e reaplicados (b) e a taxa de retorno proporcionada pelos ativos (ROA): $g = b \times ROA$.

países, por 11 anos (1988 a 1998), concluiu que aqueles com menores índices de proteção aos investidores (portanto, maior incerteza) teriam como cenário de empresas mais valorizadas aquelas que distribuíram maiores volumes proporcionais de lucros líquidos, corroborando com a teoria de Lintner e Gordon.

Outros estudos apontaram motivos para a preferência dos investidores pelo recebimento imediato dos dividendos. Shefrin e Statman (1984) creditaram a preferência pelos dividendos à ingenuidade dos investidores, trabalhando uma teoria comportamental conhecida como “Efeito Disposição”. Miller e Modigliani (1961) indicaram sobre a minimização dos custos de transação, enquanto Dhaliwal *et al.* (1999) e Moser e Puckett (2009) sobre a dedução fiscal por parte das empresas. A diferença fundamental entre os pressupostos de Lintner e Gordon e os de Shefrin e Statman reside na finalidade da exigência dos dividendos: para os primeiros, o investidor teme as incertezas futuras enquanto os últimos advogam o desejo pelo consumo dos recursos (BEZAWADA; TATI, 2017).

Charest (1978) concluiu sobre a ineficiência do mercado para a percepção dos dividendos. Isto porque seu trabalho demonstrou que há demora do valor das ações em reagir ao anúncio de aumentos de dividendos – reação esperada. Entretanto, com a rapidez da comunicação global, estes dados ainda seriam validos?

Por sua vez, Vancin e Procianoy (2016) perceberam para a obrigação legal do pagamento de dividendos, que estabelece uma distribuição mínima dos lucros. Para os autores, as empresas que realmente demonstram a vontade de distribuir os dividendos são aquelas que efetuam distribuições acima do mínimo legal.

Porém, Rodrigues e Ambrozini (2016) não encontraram evidências que suportem a decisão da distribuição de dividendos para aumentar a confiança do mercado nas ações das empresas, no contexto brasileiro. Também sobre este cenário, Loss e Sarlo Neto (2006) afirmaram que, dada uma parcela significativa das empresas terem acionistas controladores envolvidos na administração das companhias, aliada à escassez de recursos de longo prazo disponíveis, ocorre uma política de retenção da maior parte possível dos recursos que poderiam ser distribuídos aos detentores de papéis da empresa.

Ross *et al.* (2008) partem do princípio de que é a expectativa do desempenho futuro a real catalizadora dos preços das ações. Para os autores o mercado só aumentará a distribuição de dividendos diante da previsão de que os resultados futuros permitirão a manutenção deste *status*. A diminuição da distribuição dos dividendos após o período de crescimento da economia poderia ser interpretada pelo mercado como crise. Este é, de certa forma, o que Gugler (2003) afirma ser o comportamento dos gestores em empresas públicas.

O autor salienta que cortes justificáveis em dividendos não são realizados em empresas públicas, devido à estrutura de governo delas. Empresas familiares não hesitaram em reter recursos enquanto empresas públicas possuíam um perfil de suavização das distribuições de dividendos para demonstrar que os gestores públicos as mantinham estáveis (GUGLER, 2003). Estes dados são importantes para possíveis interpretações de resultados, dada a participação acionária do governo em grandes empresas de capital aberto do mercado brasileiro (ASSAF NETO; AMBROZINI; LIMA, 2007; RIBEIRO, 2018).

Outro ponto importante a se discorrer é a forma como mercado avalia as empresas que não efetuavam dividendos e, em determinado momento, iniciam sua distribuição de capitais. Kim *et al.* (2016) concluíram que o mercado americano promove uma melhor avaliação das empresas não pagadoras que passam a ser pagadoras de maiores proporções de dividendos um ano antes de elas efetuarem suas distribuições. No entanto, empresas que passam a pagar baixos quocientes de dividendos demoram um tempo maior para (em média um ano) serem avaliadas pelo mercado – sendo normalmente pior avaliadas que quando não pagavam dividendos.

Kim *et al.* (2016) encontraram evidências de que o mercado reage imediatamente ao anúncio dos dividendos para empresas que iniciam seu pagamento com generosos volumes de dividendos. Por outro lado, ao efetuarem distribuições de pequenos montantes (característica do grupo de menor distribuição de dividendos analisado), os preços de ações sofrem alterações apenas no ano seguinte. Ainda, empresas que iniciam pagamentos menores tendem a terem uma piora na cotação dos títulos.

A questão sobre a influência dos dividendos no valor da empresa passa pela clientela de dividendos. Ainda que afirmem que os dividendos são irrelevantes para o valor da empresa, Miller e Modigliani (1961) concordam que há diferenças de preferências por dividendos induzida por aspectos diversos dos investidores. Eles argumentam que investidores que não sofram punições por impostos tendem a preferir empresas que distribuam maiores quantidades de dividendos, assim como investidores do varejo, com baixas alíquotas marginais.

Os mesmos autores também afirmam que fatores como idade e renda podem influenciar a formação de clientela: investidores mais novos, que prefiram a acumulação de recursos, optarão por investir em empresas que utilizem seu caixa em novos investimentos. Já aposentados buscam obter renda para fins de consumo. Esta afirmação está em acordo com os achados de Graham e Kumar (2006), que relatam uma preferência por dividendos que cresce proporcionalmente à idade e diminui com relação à renda.

Do total de investidores no mercado brasileiro, concentra-se 82,8% do total de recursos investidos por pessoa física em pessoas acima dos 46 anos (B3, 2018). Embora tenha havido

aumento no número de investidores, o número de pessoas físicas investindo em bolsa é cerca de 3 vezes menor que o número de aplicadores em rendas fixas e de baixo risco, como títulos públicos (TESOURO, 2018).

Meghiorini (1998) apontou que o nível econômico é fator determinante para a distribuição de dividendos. Para o autor, a distribuição de dividendos em épocas de recessão justifica-se pela falta de opções viáveis de investimentos e para o aumento de demanda pelas ações, visando a recuperação econômica. Por outro lado, em épocas de crescimento econômico, as possibilidades de investimento reduziriam os dividendos, concentrando todo o vigor financeiro da empresa em geração de benefícios futuros.

Entretanto, em períodos de crise pode ser arriscado distribuir grandes porções de caixa livre dada a tendência à maior dificuldade de fontes de financiamento vantajosas (ASSAF NETO, 2003).

Embora a preferência por dividendos dada a incerteza do futuro cenário econômico seja uma teoria bastante utilizada, há também o temor da capacidade da gestão das empresas em converter os investimentos de caixa em maximização do resultado.

2.5 Teoria de Agência e Distribuição dos Dividendos

A Teoria de Agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um problema decorrente da maximização de resultados individuais, dado um contrato e uma eventual transferência de responsabilidades, direitos ou poderes. Devido ao fato de o detentor dos recursos, aqui entendido como o acionista ou o proprietário, que passa a ser identificado como “principal”, contratar alguém para executar uma ação em seu nome, delegando alguma autoridade a este, que é denominado “agente”, e uma vez percebendo o agente uma forma de maximizar seus benefícios, este passa a se comportar de forma diferente da esperada pelo principal, resultando nos conflitos de agência (SHAVELL, 1979).

A incapacidade de o contrato abarcar todo o universo de comportamentos esperados possíveis pelo agente, característica do ambiente de negócios e suas incertezas, é o fator impulsionador do conflito de interesses (KLEIN, 1985).

O principal, para combater desvios ao seu interesse, pode estabelecer incentivos ou compensações adequadas ao agente e, concomitantemente, recorrer ao monitoramento das ações do segundo. Por fim, e em algumas situações, poderá pagar ao agente para que este consuma certos recursos financeiros (custos de ligação) para garantir que não sejam tomadas ações prejudiciais ao interesse do principal e, caso tomadas, que o principal seja compensado por elas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Dentre as ações tomadas pelos agentes que são contrárias aos anseios dos principais, elencam-se decisões de investimento, financiamento e sobre as quantias de pagamentos de dividendos das empresas. Assim esta teoria reforça a proposição da relevância dos dividendos, quando uma maior distribuição de dividendos diminui os custos de agência, pela menor disponibilidade de capital possível, evitando os investimentos incertos por parte dos agentes (GUGLER; YORTUGLU, 2003). Isto eleva o prêmio por ações das empresas que distribuem maiores proporções de dividendos (JENSEN; MECKLING, 1976; EHRHARDT; BRIGHAM, 2014; RODRIGUES; AMBROZINI, 2016).

Rodrigues e Ambrozini (2016) destacam que os gestores, se agentes, podem tomar decisões prejudiciais à empresa, utilizando indevidamente recursos disponíveis ou decidindo investir em projetos potencialmente destruidores de recursos.

Devido ao desalinhamento de interesses entre acionistas e gestores, estes podem, por exemplo, utilizar os recursos disponíveis da empresa – fluxo de caixa livre (excesso do lucro após os investimentos rentáveis) – de acordo com seus interesses pessoais, consumindo gratificações em excesso ou investindo em projetos duvidosos, entre outras ações (RODRIGUES; AMBROZINI, 2016, p. 2).

É pouco provável que o principal não incorra em custos (pecuniários ou não-pecuniários) para garantir que o agente tome as melhores decisões na direção dos interesses que maximizariam o seu bem-estar. Não obstante, é praticamente impossível que todas as decisões do agente sejam guiadas para isto. Assim, a redução do bem-estar do principal é um custo de agência, tratado como “perda residual” (JENSEN; MECKLING, 1976). Os custos de agência, portanto, são definidos como a soma dos custos de monitoramento com os custos de ligação e com a perda residual.

Uma das formas propostas para reduzir os custos de agência é a concentração da propriedade, que promoveria uma maior capacidade de monitoramento por parte dos grandes investidores frente os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1986). Isto seria refletido no comportamento do mercado, que precificaria melhor as empresas de maior concentração acionária, pois haveria menores gastos de monitoramento (MARQUES *et al.*, 2015). Lloyd *et al.* (1985) também postularam os benefícios da concentração de propriedade. Os autores argumentam que a dispersão de propriedade dificulta o monitoramento por parte dos *insiders*.

A literatura acerca dos conflitos de agência por concentração acionária é presente em diversas economias além do mercado norte-americano. Encontram-se estudos sobre a Suécia (BERGSTRON; RYDQVIST, 1990); a Finlândia (MAURY; PAJUSTE, 2002); a Alemanha (GUGLER; YURTOGLU, 2003), e os Emirados Árabes Unidos (MANNEH; NASSER, 2015),

dentre outros. Todos estes estudos reportaram a existência de conflitos de agência originados da relação majoritário e minoritário.

Logo, uma concentração elevada de ações criaria um problema de agência entre os maiores e os menores detentores de ações – um conflito de poder decisório (RODRIGUES; AMBROZINI, 2016). Berle e Means (1932) postularam que a maior dispersão da estrutura patrimonial também faria surgir conflitos entre acionistas e gestores, afetando o valor das empresas.

Além disso, empresas de economia mista, com grande participação acionária governamental, incorreriam na suavização de dividendos descrita por Gugler (2003), com a intenção de demonstrar estabilidade na gestão, podendo gerar novos conflitos.

A dispersão de controle acionário, na verdade, parece ser uma característica de países de tradição anglo-saxã, baseada no sistema *common law* (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002). Os mercados com regimes jurídicos baseados na lei civil (*code law*) são caracterizados por forte concentração acionária (LA PORTA *et al.*, 2000). Esses países são marcados por presença de grandes blocos de acionistas ou mesmo por acionistas majoritários (LA PORTA *et al.*, 2002), atitudes que foram descritas como uma forma de combater a expropriação dos acionistas pelos gestores (OKIMURA *et al.*, 2004).

O conflito de propriedade no Brasil, entre majoritários e minoritários, parece ser o mais relevante com relação ao valor de mercado. Ele é notável também pela emissão de classes de ações com e sem direito a voto (SILVEIRA *et al.*, 2004; SAITO; SILVEIRA, 2008). As diferentes classes de ações são emitidas para a desvinculação do direito de voto (ações ON) do direito ao fluxo de caixa (ações PN). Quando há a emissão de *dual classes*, o controlador possui incentivos para aumentar seus benefícios. Ele passa a assumir apenas uma fração dos custos, com o uso da redução dos dividendos, em face dos benefícios recebidos pelo controle – a utilização dos mecanismos e recursos internos em proveito próprio (GUGLER; YURTOGLU, 2003; DOIDGE, 2004).

O número de empresas que possuíam um acionista controlador, no mercado brasileiro, atingiu 94% em 2004, sendo reduzida para 70,54% em 2012 – ainda assim, um número bastante significativo. Na média, o maior acionista possuía 48,5% do capital votante, enquanto os três maiores acionistas possuíam, juntos, 71,74% (MARQUES *et al.*, 2015).

Se o conflito de agência pode ser demonstrado por decisões de investimentos não benéficos ao bem-estar do principal, reduzir o montante disponível para o agente operacionalizar pode ser uma forma de reduzir os custos de agência. Logo, um maior dividendo é bem visto pelos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; GUGLER; YURTOGLU, 2003;

RODRIGUES; AMBROZINI, 2016). Seguindo este raciocínio, a empresa distribuiria maior volume dos lucros líquidos para os detentores de ação, o que automaticamente reduziria seu poder de investimento – o que seria desejável, haja visto a redução da probabilidade de decisões conflitantes por parte do agente.

Ao se distribuir maiores proporções de dividendos, o montante de recursos livres para os administradores seria menor. Em uma situação de investimento, a empresa necessitaria recorrer ao mercado para realizar novos aportes de capitais. Isto inibiria ações oportunistas dos agentes, dada a maior capacidade avaliativa por parte dos acionistas. Portanto, dividendos mais altos, teoricamente, reduziriam os custos de monitoramento (EASTERBROOK, 1984; BAKER; POWELL, 1999; HARADA; NGUYEN, 2006).

Hahn *et al.* (2010) descreveram uma relação positiva entre a concentração acionária e o índice de distribuição de dividendos (*payout*). Seu estudo mostrou que nas empresas brasileiras que pagaram dividendos maiores que 25% (considerado mínimo legal no estudo) do lucro líquido a concentração acionária maior está fortemente relacionada a uma maior distribuição de resultados. Porém, sua limitação temporal foi de 1996 a 2008 e a concentração acionária foi baseada no principal acionista. Outro detalhe é que a amostra foi avaliada como um todo, não sendo separada em anos ou períodos. Isto levanta o questionamento da variação deste pagamento com relação a fatores de risco e incerteza do mercado – quão significativa foi a crise de 2008 no estudo, por exemplo.

Outros estudos relacionam a distribuição de maiores *payouts* à busca pela minimização dos conflitos de agência no contexto internacional (LLOYD *et al.*, 1985; HOLDER *et al.*, 1998; HARDIN; HILL, 2008).

Contrariamente, Vancin e Procianoy (2016) reportaram evidências de que as empresas brasileiras optam por reterem a maior parcela possível dos lucros. A explicação para isso: a escassez de recursos de longo prazo disponíveis e, ainda, as ações negociadas abaixo do valor patrimonial contábil.

Rodrigues e Ambrozini (2016) também encontraram evidências contrárias ao uso da política de dividendos no combate aos conflitos de agência no mercado nacional.

(...) os resultados das estimações também sugerem que o Índice de *Payout* é relacionado positivamente ao tamanho e à rentabilidade da empresa e negativamente à alavancagem financeira e a novas oportunidades de crescimento, corroborando evidências de outros trabalhos (RODRIGUES; AMBROZINI, 2016, p. 1).

Marques *et al.* (2015) também encontraram sinais de que a concentração acionária de direito de voto possui relação estatística negativa com o valor da empresa. Entretanto, as variáveis de desempenho e o risco não são afetados pela concentração acionária. Embora a

existência de um controlador tenda a reduzir os custos de agência, o aumento da concentração pode indicar a perda de poder dos minoritários, diminuindo o valor. Isto pode explicar outro resultado encontrado no estudo: em tempos de crise empresas mais concentradas sofrem maior penalidade no valor de ações. Entretanto, são estas empresas que, após o período agudo de crise, apresentaram menor volatilidade de preços.

Embora o presente trabalho não trace objetivos de investigar, analisar ou mensurar quaisquer aspectos diretamente relacionados com a Teoria de Agência na totalidade, mas pressupostos que a envolvam, considera-se oportuna esta contextualização pela possibilidade de fornecer subsídios explicativos para eventuais resultados a serem encontrados. Sob esta ótica, a Teoria de Agência poderia explicar em conjunto com a Teoria da Relevância dos dividendos, já abordada nesta seção, uma valorização dos preços das ações das empresas maior proporção de distribuição de dividendos.

Embora os achados de Kim *et al.* (2016) demonstrem uma melhor avaliação das empresas que não distribuem dividendos, quando comparadas a empresas que distribuem menores proporções, a incerteza do futuro, prevista por Gordon (1963), gera influência na decisão de compra dos investidores. Logo, em se havendo maior concentração de acionistas que requerem dividendos, as ações de empresas não-pagadoras tornam-se pior avaliadas.

2.6 Hipóteses do Estudo

Kim *et al.* (2016) concluíram que o mercado americano, além de outras 12 economias analisadas, promove uma melhor avaliação das empresas não pagadoras de dividendos do que daquelas que efetuam uma distribuição pequena dos seus resultados aos acionistas. A partir deste ponto, as empresas passam a apresentarem uma melhor avaliação proporcionalmente ao crescimento da parcela de dividendos distribuídos. Esta relação foi nomeada como “formato J” pelos autores. O único mercado a não apresentar a mesma relação foi o México, única economia da América Latina analisada. Logo, tem-se a primeira hipótese deste estudo.

H_{1a}: a relação entre os dividendos e o valor das empresas corrobora a existência da relação “formato J” no mercado brasileiro.

O conteúdo informacional dos dividendos e a redução do risco de retorno do investimento do acionista, obtida através da distribuição dos mesmos, tendem a atrair os investidores para as ações das empresas que distribuem lucros aos seus acionistas. (LINTNER, 1956; GORDON, 1963; BASKIN, 1989; SHEFRIN; STATMAN, 1984). Assim, mesmo considerando-se a expectativa de crescimento das empresas que retém seus lucros para reinvestimentos (o que seria o estímulo principal para os investidores, segundo M&M), as

empresas que proporcionam a remuneração do capital investido através dos dividendos devem ser mais bem avaliadas do que aquelas que não o fazem.

H_{1b}: Empresas não pagadoras de dividendos tendem a ser mais bem avaliadas quando passam a distribuir dividendos, enquanto aquelas que distribuem seus lucros aos acionistas tendem a sofrer queda em sua avaliação, quando da suspensão dos pagamentos.

A H_{2a} visa analisar o comportamento do mercado frente ao montante de dividendos pagos. A expectativa, de acordo com os achados na literatura internacional, é de que o pagamento de dividendos seja visto pelos investidores como um indicador da expectativa sobre o futuro da empresa (LINTNER, 1956). Além disso, é uma garantia de remuneração do capital investido, diminuindo o risco promovido pela incerteza do mercado (SHEFRIN; STATMAN, 1984). No Brasil, a obrigação legal também é fator importante para a distribuição de lucros aos acionistas (VANCIN; PROCIANOY, 2016). Assim, a primeira hipótese é apresentada:

H_{2a}: Os dividendos são diretamente relacionados com o valor das empresas

A concentração acionária também pode ser fator determinante para o volume de distribuição de dividendos e pela confiança do investidor. O mercado brasileiro possui entre suas maiores e mais líquidas empresas algumas com participação majoritária do Estado. Gugler (2003) encontrou diferenças significativas na distribuição de lucros entre as empresas particulares e de economia mista no mercado austríaco. Assim, há uma variação da H_{2a}:

H_{2b}: Empresas de economia mista apresentarão menores avaliações do que as empresas privadas, dada a incapacidade informacional dos dividendos para este grupo.

Conforme o exposto por Gugler (2003), como a gerência das empresas mistas austríacas preferem a suavização dos dividendos, estes não deverão influenciar no valor de mercado das empresas com participação majoritária do Estado na sociedade de cotas. Isto devido à incapacidade de se estabelecer uma relação entre os dividendos e a expectativa futura das empresas mistas.

Meglierini (1998) aponta que o nível econômico é fator determinante para a distribuição de dividendos. Para o autor, a distribuição de dividendos em épocas de recessão justifica-se pela falta de opções viáveis de investimentos e para o aumento de demanda pelas ações, visando a recuperação econômica. Por outro lado, em épocas de crescimento econômico, as possibilidades de investimento reduziriam os dividendos, concentrando todo o vigor financeiro da empresa em geração de benefícios futuros.

No entanto, em períodos de crise pode ser arriscado distribuir grandes porções de caixa livre dada a tendência à maior dificuldade de fontes de financiamento vantajosas (ASSAF NETO, 2003). Tem-se com isso as hipóteses H_{3a} e H_{3b}, a seguir:

H_{3a}: Em períodos de crescimento da economia brasileira, as empresas que não efetuam distribuição de dividendos terão incrementos em sua avaliação, aumentando seu valor.

Já para uma conjuntura de declínio econômico:

H_{3b}: Em períodos de declínio, estabilização ou recessão da economia brasileira, as empresas que não efetuam distribuição de dividendos tendem ao decréscimo em sua avaliação, diminuindo seu valor.

A hipótese H_{3a} projeta que, em períodos de crescimento, os gerentes prefiram reinvestir em projetos da empresa ao invés de distribuir o fluxo de caixa livre aos acionistas. Os investidores, dada a racionalidade de mercado, perceberiam que (i) aportes externos de capitais ficariam mais custosos, dada a demanda competitiva e (ii) teriam sua riqueza maximizada pelos reinvestimentos, buscam estas empresas, elevando seu valor de mercado. A hipótese H_{3b}, por sua vez, relaciona os períodos de retração econômica com a insegurança dos investidores, que prefeririam nestes momentos receber a remuneração pelo capital investido ao invés de incorre-lo a riscos econômicos por novos investimentos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo descreve a metodologia empregada na presente pesquisa, os métodos escolhidos, a definição da amostra e a descrição da coleta, tratamento e análise dos dados. Inicialmente, serão apresentados aspectos da classificação metodológica, sendo seguida pelos procedimentos utilizados para a realização dos testes necessários.

3.1 Classificação da Pesquisa

Segundo Minayo (2007), a definição de Metodologia abrange a discussão epistemológica do sentido do pensamento exigido para a investigação proposta, os métodos operativos, a interferência pessoal do pesquisador ao articular teoria, métodos, achados experimentais ou outros tipos de respostas aos questionamentos levantados, além da forma sistemática para realizá-la. Por sua vez, método é o conjunto de processos implementados na investigação realizada (CERVO; BERVIAN, 2002).

Esta é uma pesquisa através do método indutivo, positivista. Segundo Kerlinger (1980), o método indutivo faz uso da observação para se chegar ao conhecimento. Severino (2007) destaca que o positivismo é a característica original do método científico, através da abordagem experimental-matemática. Portanto, esta pesquisa se utiliza de dados e análises quantitativos para o atingimento dos objetivos propostos. Quanto ao plano de trabalho, a presente pesquisa é do tipo Descritiva que, para Cervo e Bervian (1983) procura descobrir a frequência da ocorrência de um fato ou fenômeno, sua relação com outros fatos ou fenômenos e suas particularidades. Quanto a classificação dos procedimentos de coleta de dados, esta é uma *archival research*, com dados secundários (SEVERINO, 2007).

3.2 Dados e Amostra do Estudo

Com vistas ao objetivo de avaliar, quando da segmentação da amostra, o formato da relação entre as distribuições de dividendos e o valor de empresas de capital aberto listadas no Brasil (Cf. KIM *et al.*, 2016), utilizou-se as empresas listadas na B3, no período de 1996 a 2018, que ainda se encontravam ativas em 2018. A escolha por este período se deu pela não incidência de tributação nos dividendos, determinada pela Lei 9.249 (BRASIL, 1995) e pela estabilidade econômica após a implementação do Plano Real (CORREIA; AMARAL, 2002). A delimitação das empresas listadas no mercado aberto se dá por questões técnicas de disponibilidade de dados. As variáveis coletadas são elencadas e categorizadas no Quadro 2.

Quadro 2 - Dados coletados e utilizados na pesquisa

Informação	Classificação	Informação	Classificação
Valor de Mercado	Mercado	Lucro Operacional/EBIT	Contábil
Ativo Total	Contábil	Reservas de Lucro	Contábil
Ativo Circulante	Contábil	Receita Líquida de Vendas	Contábil
Caixa e disponibilidades	Contábil	Lucro Líquido	Contábil
Estoques	Contábil	Retorno dos Ativos	Financeira
Passivo Circulante	Contábil	Grau de Alavancagem Financeira	Financeira
Passivo Não Circulante	Contábil	Grau de Alavancagem Operacional	Financeira
Dividendos Pagos	Contábil	EBITDA	Financeira
JSCP	Contábil	Composição Acionária	Mercado

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foram obtidos dados de 539 títulos de ações preferenciais ou ordinárias, que constituem a população deste estudo. Destas, foram excluídas as ações emitidas por empresas categorizadas como bancos, financeiras, *holdings* e assemelhadas devido às suas particularidades estatutárias, regulatórias, tributárias, operacionais e de distribuição de resultados líquidos aos acionistas.

A categorização de setor utilizada foi, majoritariamente, a proposta pelo *software* Economática®, uma vez que esta é mais detalhada do que a proposta pela própria B3. Salienta-se que o grupo classificado como “outros”, na classificação Economática®, contém empresas que são sabidamente financeiras. Assumindo-se que um dos critérios para composição da amostra deste estudo foi a exclusão das empresas financeiras e assemelhadas, optou-se por retirar as empresas classificadas como “financeiro e outros”, segundo a classificação realizada pela própria Bolsa brasileira.

Utilizou-se de apenas uma ação por empresa, com a finalidade de se evitar a duplicidade dos dados. Assim, 146 ações, com um total de 2.376 observações, foram excluídas nesta etapa. Por fim, foram excluídas as observações que (i) não apresentaram valor de mercado e (ii) não dispunham do valor de dividendo distribuído. Esta última exclusão englobou 177 observações, não excluindo ações específicas. Desta forma, a amostra foi constituída por 271 ações de 271 empresas, negociadas na Bolsa ao longo do período estudado, e por 3.556 observações, que compõem o total analisado.

Os dados foram obtidos por meio de coleta no banco de dados Economática®, com valores de encerramento anual. A Tabela 1 demonstra uma síntese dos dados coletados.

Tabela 1 - Composição dos dados do estudo

Panel 1 – Composição da amostra		
Operacionalizações	Títulos acionários representativos das empresas	Observações (N)
População Inicial	539	7.645
(-) Ações do setor financeiro	122	1.536
(-) Ações <i>dual class</i>	146	2.376

(-) Excluídas	-	177
(=) Amostra	271	3.556

Painel 2 – Amostra por setores

Setor Econômica®	Número de Empresas	Observações	Participação de Observações (%)
Agro e Pesca	5	42	1,18
Alimentos e Bebidas	12	154	4,33
Comércio	18	231	6,50
Construção	23	254	7,14
Eletroeletrônicos	4	47	1,32
Energia Elétrica	40	620	17,44
Máquinas Indust.	6	88	2,48
Mineração	4	43	1,21
Minerais não Met.	3	48	1,35
Outros	54	552	15,50
Papel e Celulose	4	75	2,11
Petróleo e Gás	10	122	3,43
Química	10	126	3,54
Siderug. & Metalurg.	18	328	9,23
Software e Dados	5	24	0,68
Telecomunicações	4	88	2,48
Têxtil	19	294	8,27
Transp. & Serviço	18	136	3,83
Veículos e Peças	14	284	7,99
Totais	271	3.556	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variação do número de observações, de acordo com o ano, antes das exclusões, baseada nas ações negociadas, é demonstrada na Tabela 2.

Tabela 2 - Variação do número de observações utilizadas por ano, para a amostra do estudo – Período 1996 a 2018, antes das exclusões

Ano	Número de observações	%	Ano	Número de observações	%
1996	81	2,28	2007	170	4,78
1997	79	2,22	2008	173	4,87
1998	81	2,28	2009	181	5,09
1999	105	2,95	2010	184	5,17
2000	101	2,84	2011	194	5,46
2001	102	2,87	2012	205	5,76
2002	100	2,81	2013	211	5,93
2003	113	3,18	2014	214	6,02
2004	125	3,52	2015	207	5,82
2005	126	3,54	2016	214	6,02
2006	138	3,88	2017	225	6,33
			2018	227	6,38
			Totais	3.556	100
			Média anual	154,6	4,35

Fonte: elaborado pelo autor.

3.3 Operacionalizações do Estudo

3.3.1 Variável Dependente

3.3.1.1 O Valor das Empresas

Como já descrito, dentre as métricas disponíveis para a mensuração de valor de empresas, foi eleito o índice q de Tobin. Esta variável foi utilizada como métrica de valor em diversos trabalhos, como Kim *et al.* (2016); Grando *et al.* (2016); e Kammler e Alves (2007). Além disso, o índice q permite que o valor da empresa seja representado por uma grandeza comparável entre as diferentes firmas, reduzindo as distorções causadas pelo uso de valores monetários, por exemplo.

O cálculo do índice q foi realizado para cada empresa em cada ano observado, através da fórmula abaixo, conforme proposto por Kammler e Alves (2007):

$$= \frac{VM}{VM + VD} \quad (7)$$

Onde:

q = índice de Tobin

VM = valor de mercado das ações da empresa

VD = valor das dívidas da empresa¹⁰

AT = ativo contábil total da empresa

O índice q é uma *proxy* do valor de mercado em empresas e do total das suas dívidas em relação ao seu custo de reposição de ativos. Valores de q inferiores a 1 ($q < 1$) demonstram que o custo de capital é superior ao valor de mercado da empresa. Neste caso, investir em novos ativos seria prejudicial para os negócios. Para valores de q superiores a 1 ($q > 1$), o custo de capital para a reposição de ativos é inferior ao valor da empresa, sinalizando que o investimento é benéfico (NOGUEIRA *et al.*, 2010; SANTOS *et al.*, 2011).

Desta forma, empresas que apresentem valores de q superiores a 1 são empresas agregadoras de valor, melhor avaliadas pelos investidores, enquanto empresas com índices inferiores a 1 são empresas que sofrem pior avaliação pelo mercado de ações.

¹⁰ Os valores de VM e VD foram extraídos da base de dados Economatica®.

3.3.2 Variáveis Independentes

3.3.2.1 A Distribuição dos Dividendos

Para se conhecer o formato resultante entre a proporção de dividendos e o valor das empresas no mercado brasileiro, os dividendos foram, primariamente, proporcionalizados em relação ao ativo total das empresas. Para isto, foi utilizada a fórmula a seguir:

$$= \frac{\text{Dividendos}}{\text{Ativo Total}} \quad (6)$$

A fórmula (6) descreve o cálculo utilizado para dimensionar as empresas de acordo com sua distribuição de lucros aos acionistas (Cf. KIM *et al.*, 2016). A divisão pelo ativo total segue a proposta do trabalho de Kim *et al.* (2016) e visa eliminar as disparidades do uso de valores nominais.

A seguir, os resultados foram categorizados em função do pagamento ou não de dividendos. Os valores das empresas não pagadoras de dividendos da amostra foram agrupados sob a denominação *DIV0*.

O restante dos resultados, composto de empresas pagadoras de dividendos, foi dividido em quintis (Cf. KIM *et al.*, 2016). Para tal, usou-se uma classificação crescente, ordenados pelo valor DIV_i encontrado. Deste modo, empresas que pagaram menores parcelas de dividendos foram agrupadas no quintil inferior, classificadas como *DIV1*. As empresas que distribuíram maiores proporções de lucros aos acionistas são classificadas como *DIV5*, ocupando o quintil superior. Grupos *DIV2*, *DIV3* e *DIV4* são, igualmente, proporcionais aos pagamentos.

3.3.2.2 Variáveis de Controle

Além da variável dependente e a independente sobre os dividendos, foram consideradas as variáveis de controle. Elas são aquelas que se relacionam com o valor das empresas q . Para o presente trabalho, considerou-se a utilização de variáveis similares às propostas por Kim *et al.* (2016). Todavia, para aquele trabalho, os autores modificaram a proposição de Fama e French (1998), com a intenção de capturar a oscilação das variáveis por três períodos. Para o que é proposto aqui, considerou-se a intensidade das variações, no período de um ano, comparadas com o ativo total. Pressupõe-se que este seria um modelo mais utilizável para a análise dos investidores, ao decidirem pela aplicação do capital disponível.

Assim, o Quadro 3 apresenta as variáveis elencadas, sua formulação e sua fundamentação teórica.

Quadro 3 - Variáveis de controle para a pesquisa

Siglas	Variáveis	Fórmulas	Relação Esperada	Fundamentação Teórica
EBITDA	Volatilidade do Lucro Operacional	$\frac{-}{-}$	Positiva	-
RETE	Lucros Retidos	$\frac{-}{-}$	Negativa	Kim <i>et al.</i> (2016)*
CV	Crescimento de Vendas	$\frac{-}{-}$	Positiva	Kim <i>et al.</i> (2016)
ROA	Retorno sobre o ativo	Índice Económica	Positiva	Kim <i>et al.</i> (2016); Fama e French (2001)
TA	Ativo total	log	Positiva	Kim <i>et al.</i> (2016); Fama e French (2001)
CASH	Caixa disponível	$\frac{-}{-}$	Negativa	Kim <i>et al.</i> (2016); Fama e French (2001)
INV	Investimento	$= \frac{-}{-}$	Negativa	Miller e Modigliani (1961); Fama e French (2001)
AlaFIN	Alavancagem financeira	Índice Económica	Negativa	KIM <i>et al.</i> (2016)
EST	Total de estoques declarado nos informes	$\frac{-}{-}$	Negativa	-
DIV _x	Classificação por nível de dividendo pago	<i>Dummy</i> : 1 para o setor analisado e 0 para demais setores	-	Kim <i>et al.</i> (2016)

*Usado com adaptações na fórmula. Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável *EBITDA* foi utilizada como uma variável explicativa para a geração de caixa operacional, enquanto a variável *EST* sinaliza a eficiência operacional das empresas. A utilização da *dummy* *DIV_x* tem por finalidade demonstrar a influência do grupo de distribuição de dividendos no valor das empresas. Pretende-se analisar a diferença dos grupos por meio da diferença de coeficientes β de cada grupo.

3.3.3 Procedimentos e Modelagem do Estudo

Para a complementação das variáveis a serem utilizadas neste estudo, é importante destacar que após a formação dos grupos *DIV_x*, ordenados pelo *DIV_i* de cada empresa, foi realizada a análise da estatística descritiva da distribuição do valor q de cada um destes grupos. Em primeiro lugar, o teste de distribuição seguido do teste de diferenças de médias ou medianas. Para o teste proposto, dada a distribuição não paramétrica de pelo menos um dos grupos, foi

utilizado o teste de diferenças de Kruskal-Wallis. Foram analisados os valores dos quartis inferior e superior e da mediana da variável q dos grupos, para se conhecer o formato da distribuição de dividendos no valor das empresas.

Outra forma proposta para compreender a importância dos dividendos para os investidores, e seus reflexos no valor das empresas, é analisar a sua oscilação frente a períodos de crescimento e períodos de retração da economia. Foram elencados cinco momentos da história recente da economia brasileira para a análise, conforme o Quadro 4.

Quadro 4 - Períodos analisados para a análise dividendos x ciclos econômicos

Ano	Ocorrência	PIB*	EMBI+**
1998	Crise Russa e colapso do regime do câmbio	-1,43 %	1.231 pontos
2004	Início do crescimento econômico dos anos 2000.	6,21%	382 pontos
2008	Crise Financeira Internacional	1,03%	428 pontos
2014	Declínio econômico	-0,23%	259 pontos

* Valor anual acumulado. ** Última cotação do ano disponível.

Fonte: www.ipeadata.gov.br.

Portanto, foram eleitos três períodos de retração econômica (1998, 2008 e 2014) e um período de crescimento (2004), de acordo com o PIB e o Risco País brasileiros. As duas primeiras crises foram descritas por Möller e Vital (2016) como crises mundiais. Já o período de 2014 foi elencado como o ano de início da crise nacional, segundo Barbosa Filho (2017). Já o ano de 2004 foi eleito por apresentar a maior elevação do PIB com o menor patamar de Risco Brasil desde os anos 1990. Para analisar o efeito das oscilações econômicas na preferência por dividendos, foram analisadas as alterações dos valores de média, mediana e quartis dos grupos $DIVx$ em corte temporal de cinco anos ($t-2$, $t-1$, t , $t+1$ e $t+2$), compreendendo dois anos anteriores ao fenômeno econômico escolhido, o ano do fenômeno e os dois anos posteriores ao fenômeno. Busca-se, assim, confirmar a existência do impacto da variação econômica na valorização das empresas.

Para a compreender a relação das decisões de se iniciar, interromper e/ou retomar a distribuição dos dividendos com o valor das empresas, foram analisadas as empresas de acordo com sua decisão sobre permanecer ou suspender os dividendos, em um período contínuo de tempo de cinco anos ($t-2$, $t-1$, t , $t+1$ e $t+2$), sendo o evento localizado no período central (t). Este teste tem por objetivo analisar se a distribuição de dividendos tem *per se* capacidade de alterar a cotação dos valores das empresas.

As análises foram feitas de formas distintas para decisões de (i) iniciação de pagamentos (I), sendo eleitas aqui as empresas que não iniciaram seu pagamento de dividendos no mesmo período em que começaram a negociação no mercado aberto, além de esta iniciação ter sido feita pelo menos dois anos após negociação sem distribuição de dividendos; (ii) para cessão de pagamentos (C), quando a empresa assume no período t a suspensão da distribuição dos lucros e esta decisão permanece imutável pelos dois períodos subsequentes; (iii) para retomada de distribuição de dividendos (R), quando após pelo menos dois períodos sem distribuir lucros aos acionistas as empresas decidem retomar a distribuição de dividendos e assim permanece pelos outros dois períodos seguintes; e (iv) para cessão seguida de retomada de distribuição de dividendos (C/R), caracterizada pela cessão de distribuição de lucros em apenas um período de tempo (t), sendo precedida e sucedida por iguais períodos de dois anos com distribuição contínua de dividendos aos detentores de ações.

Por fim, para se analisar se o perfil de valorização das empresas é influenciado pela presença do ente estatal como controlador majoritário (empresas de economia mista) ou com grande participação na composição acionária das empresas ($> 30\%$ das ações), de forma direta ou indireta (p.e.: BNDES), foram selecionadas na amostra empresas que se adequam a este perfil – houve a identificação com a construção de uma *dummy*. Após a seleção inicial, foram efetuados os mesmos testes para períodos de dividendos I , C , R e C/R , por igual período de cinco anos ($t-2$, $t-1$, t , $t+1$ e $t+2$), sendo o evento localizado no período central (t), analisando-se as variações da estatística descritiva (média, mediana e quartis) dos grupos $DIVx$. Este teste visa compreender se a presença estatal é entendida como um indicador de segurança e solidez (como para investimentos no Tesouro, por exemplo), ou se, pelo contrário, os investidores exigem maiores parcelas de lucros para compensar as instabilidades externas sobre a gestão das empresas.

Com todo o exposto, o modelo principal econométrico utilizado é apresentado a seguir:

$$\begin{aligned}
 &= \quad + \\
 &\quad + \quad + \quad + \quad + \quad +
 \end{aligned}
 \tag{11}$$

Onde: i representa as empresas; t indica os períodos considerados; β é o termo específico invariante da regressão; ϵ é o erro residual regressional. A regressão foi analisada com significâncias estatísticas de 99%, 95% e 90%.

O modelo terá adaptações com os testes para a resolução das hipóteses teóricas previstas.

3.3.4 Considerações Analíticas

A priori, realizou-se uma análise de correlação univariada, para se verificar a associação entre as variáveis desta pesquisa. A hipótese nula, para este teste, determina a não existência de relação entre as variáveis (HAIR JR. *et al.*, 2005). Hair Jr. *et al.* (2015) determinam os graus de associação variando de valores entre $\pm 0,01$ a $\pm 0,20$ (leves ou quase imperceptíveis) até $\pm 0,91$ a $\pm 1,00$ (muito forte).

Posteriormente, realizou-se o teste de multicolinearidade de dados, que examina as relações lineares entre duas ou mais variáveis. Para valores de Fator de Inflação de Variância maiores do que 10, Gujarati e Porter (2011) apontam a existência de variável altamente colinear.

Em seguida, com o modelo proposto para a análise econométrica da Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários, com dados em painel, foram validados os outros pressupostos regressionais, sendo: autocorrelação, heterocedasticidade e endogeneidade.

Para as operacionalizações, serão utilizados os *softwares* Stata e Eviews.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística Descritiva e Correlação

Os valores das estatísticas descritivas dos grupos *DIVx* são apresentados na Tabela 4, Painel A. Os dados foram winsorizados a 1% em cada extremo, por grupo *DIVx*.

Do total da amostra analisada, em 31,16% dos eventos (1.108 observações) não foi observada a distribuição de dividendos. Isto revela que há uma parcela significativa de empresas negociando, cujo valor de mercado não pode ser explicado por influência das teorias sobre dividendos. Além disso, torna-se o *DIV0* o maior dos grupos analisados, em números de observações. Os grupos *DIV1* a *DIV4* são formados por 490 observações cada, enquanto o grupo *DIV5* possui 488 observações. A estatística descritiva anualizada, por grupos *DIVx*, está disponível nos Anexos.

A proporção de observações por setores é demonstrada na Tabela 3. Os valores de medianas das variáveis dos grupos *DIVx* são apresentados no Anexo II.

Tabela 3 - Frequência de observações por setor, por grupo *DIVx*

Sector Econom.	DIV 0	%	DIV 1	%	DIV 2	%	DIV 3	%	DIV 4	%	DIV 5	%
Agro e Pesca	25	2,26	6	1,22	3	0,61	3	0,61	2	0,41	3	0,61
Alimentos e Beb	48	4,33	32	6,53	22	4,49	18	3,67	19	3,88	15	3,07
Comércio	44	3,97	39	7,96	45	9,18	31	6,33	44	8,98	28	5,74
Construção	110	9,93	37	7,55	51	10,41	31	6,33	17	3,47	8	1,64
Eletr eletrônico	13	1,17	9	1,84	5	1,02	3	0,61	6	1,22	11	2,25
Energia Elétrica	160	14,44	95	19,39	74	15,10	65	13,27	81	16,53	145	29,71
Minerais não Met	14	1,26	3	0,61	3	0,61	5	1,02	3	0,61	20	4,10
Mineração	20	1,81	-	-	1	0,20	5	1,02	10	2,04	7	1,43
Máquinas Indust	19	1,71	8	1,63	8	1,63	14	2,86	29	5,92	10	2,05
Outros	229	20,67	44	8,98	68	13,88	78	15,92	77	15,71	56	11,48
Papel e Celulose	11	0,99	23	4,69	16	3,27	19	3,88	5	1,02	1	0,20
Petróleo e Gas	32	2,89	7	1,43	16	3,27	17	3,47	27	5,51	23	4,71
Química	39	3,52	18	3,67	25	5,10	19	3,88	14	2,86	11	2,25
Siderur & Metalu	99	8,94	48	9,80	51	10,41	44	8,98	53	10,82	33	6,76
Software e Dados	-	-	-	-	2	0,41	5	1,02	7	1,43	10	2,05
Tele com	17	1,53	9	1,84	15	3,06	16	3,27	16	3,27	15	3,07
Textil	108	9,75	51	10,41	37	7,55	41	8,37	24	4,90	33	6,76
Transp Servi	19	1,71	30	6,12	15	3,06	18	3,67	22	4,49	32	6,56

Veículos e peças	101 9,12	31 6,33	33 6,73	58 11,84	34 6,94	27 5,53
Total	1108	490	490	490	490	488

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que o grupo DIV0 é o que apresenta o maior quantitativo de observações em setores de economia de base, como Energia Elétrica, Têxtil ou Construção. Também é o que apresenta a maior concentração de observações classificadas como Outros, além de não apresentar observações para o setor de Software e Dados.

A análise das medianas de q dos grupos revela que o valor das empresas brasileiras é inferior ao valor q das empresas americanas, para qualquer um dos grupos. Ademais, quando comparadas com os demais países do estudo de Kim *et al.* (2016), o mercado brasileiro apresenta os menores valores de médias e medianas dentre todos.

Parece razoável inferir que particularidades do mercado brasileiro como a presença do governo como regulador da economia, alta concentração de ações em posse do majoritário, discricionariedade, baixa liquidez de títulos e sua natureza especulativa de negociação possam ser motivadores para os baixos índices de valor observados.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis dependente e independentes, período de 1996 a 2018, por grupo *DIVx*

DIVx	Estatística	q de Tobin	DIV	EBITDA	RETE	CV	ROA	TA	CASH	INV	AlaFIN	EST
DIV0	Mínimo	0,0545	-	- 1,2077	- 0,1260	- 1,2706	- 221,5088	3,9341	-	- 3,5821	- 180,4423	-
	Média	0,8838	-	0,0056	- 0,0010	0,0148	- 11,8706	5,8250	0,0620	- 0,0269	3,3318	0,0924
	Mediana	0,5903	-	0,0047	-	0,0181	- 2,9951	5,8497	0,0245	0,0337	0,7668	0,0678
	0.25-0.75	0,5397	-	0,0919	-	0,1231	14,2997	1,0654	0,0683	0,1883	5,6622	0,1414
	D. Padrão	1,2023	-	0,2658	0,0272	0,2177	32,9196	0,7542	0,1119	0,4713	39,5382	0,0975
	Máximo	9,2604	-	1,1544	0,1380	0,6280	36,3095	7,3092	0,7412	0,7238	239,6431	0,4053
DIV1	Mínimo	0,1341	0,0000	- 0,1792	- 0,1286	- 0,3033	- 21,1731	4,6957	0,0002	- 0,3825	- 51,6662	-
	Média	0,7509	0,0033	0,0089	0,0016	0,0644	0,3823	6,4530	0,0754	0,0982	1,7315	0,1049
	Mediana	0,6310	0,0029	0,0099	0,0006	0,0474	1,0472	6,4727	0,0599	0,0699	1,0675	0,0951
	0.25-0.75	0,4312	0,0044	0,0497	0,0193	0,1275	3,7825	1,1162	0,0835	0,1578	1,7823	0,1660
	D. Padrão	0,5579	0,0027	0,0589	0,0311	0,1407	5,0417	0,7990	0,0663	0,1775	15,7443	0,0976
	Máximo	4,1443	0,0114	0,1976	0,0959	0,6681	16,8623	8,2380	0,3016	0,7012	135,4344	0,3674
DIV2	Mínimo	0,1885	0,0034	- 0,1410	- 0,0996	- 0,3447	- 11,1990	4,8449	0,0011	- 0,3603	- 13,4053	-
	Média	0,8828	0,0113	0,0128	0,0161	0,0817	3,6121	6,4440	0,0772	0,1236	2,6626	0,1098
	Mediana	0,7401	0,0107	0,0120	0,0164	0,0638	3,5600	6,4437	0,0563	0,0880	1,6135	0,1029
	0.25-0.75	0,5188	0,0055	0,0447	0,0323	0,1360	3,7828	1,1146	0,0754	0,1558	1,2527	0,1654
	D. Padrão	0,5367	0,0044	0,0500	0,0367	0,1404	3,8069	0,7363	0,0653	0,1776	8,2222	0,1044
	Máximo	3,0659	0,0255	0,1989	0,1332	0,5180	13,8863	8,1400	0,2936	0,7308	68,1748	0,4202
DIV3	Mínimo	0,2302	0,0098	- 0,2299	- 0,1110	- 0,3158	- 14,5911	4,7875	0,0009	- 0,2666	- 10,1463	-
	Média	0,9799	0,0205	0,0113	0,0212	0,0830	5,4928	6,4402	0,0874	0,1091	1,8954	0,1103
	Mediana	0,8207	0,0194	0,0151	0,0208	0,0610	5,6031	6,4363	0,0637	0,0891	1,6996	0,0956
	0.25-0.75	0,5725	0,0073	0,0533	0,0434	0,1333	4,6532	1,0597	0,0988	0,1439	0,9946	0,1667
	D. Padrão	0,5709	0,0062	0,0566	0,0463	0,1496	4,6582	0,7433	0,0729	0,1488	2,4949	0,1090
	Máximo	3,2933	0,0394	0,1540	0,2141	0,6700	18,1804	8,4656	0,3426	0,6476	15,4050	0,4282
DIV4	Mínimo	0,2299	0,0192	- 0,1648	- 0,1410	- 0,3666	- 10,3817	4,7397	0,0009	- 0,3214	- 6,3088	-
	Média	1,2347	0,0358	0,0151	0,0243	0,0858	7,6509	6,4312	0,1017	0,1052	1,8269	0,0914
	Mediana	1,0181	0,0339	0,0168	0,0233	0,0649	7,2964	6,5057	0,0785	0,0954	1,7435	0,0729
	0.25-0.75	0,8142	0,0135	0,0463	0,0504	0,1287	5,9545	1,2021	0,1141	0,1250	0,9788	0,1414
	D. Padrão	0,8108	0,0105	0,0520	0,0481	0,1435	5,0025	0,8001	0,0877	0,1313	1,8573	0,0988
	Máximo	4,7768	0,0648	0,1597	0,1568	0,6598	19,9896	8,4264	0,4121	0,5416	10,8507	0,4114
DIV5	Mínimo	0,3111	0,0308	- 0,2845	- 0,2123	- 0,3950	- 1,4071	4,5065	0,0004	- 0,5991	- 5,6650	-
	Média	1,6387	0,0962	0,0169	0,0161	0,0818	11,4203	6,3514	0,1029	0,0710	1,8337	0,0652
	Mediana	1,2804	0,0800	0,0182	0,0077	0,0608	10,5596	6,4250	0,0757	0,0684	1,7940	0,0116

0.25-0.75	1,1155	0,0577	0,0576	0,0516	0,1110	7,0497	0,8998	0,1135	0,1486	0,8968	0,1183
D. Padrão	1,1430	0,0648	0,0693	0,0643	0,1377	5,8518	0,7285	0,1132	0,1575	1,2589	0,0842
Máximo	6,0801	0,4878	0,2154	0,2806	0,6144	29,6735	7,8760	0,7249	0,6951	5,0405	0,3653

Fonte: Dados da pesquisa

Em contraponto, quando os valores de *DIV* são comparados com os descritos no mercado americano, observa-se que as empresas listadas no grupo *DIV1* brasileiras distribuem menores dividendos proporcionais aos acionistas (0,003 contra 0,004). Já aquelas contidas nos grupos *DIV2* e *DIV3* distribuem proporções semelhantes nos dois países (ambos mercados 0,011 e 0,019, respectivamente), enquanto as empresas que formam os dois grupos de pagadores mais elevados (*DIV4* e *DIV5*) apresentam distribuições proporcionais mais generosas do que as empresas do mercado americano (0,034 e 0,080 contra 0,031 e 0,058, respectivamente), valores comparados pela mediana dos grupos. É plausível conceber que a maior distribuição de dividendos para as empresas *DIV5* seja uma tentativa de se estimular a aproximação do valor das ações de empresas consideradas subavaliadas por seus gestores e conselhos. Outro estímulo para tal subavaliação é a características especulativa do mercado brasileiro, que promove a constante variação de preços das ações negociadas.

Quando analisado o comportamento dos grupos, os valores de mediana de q são maiores à medida que se avançam nos grupos. Ou seja, o grupo *DIV0* possui o menor valor mediano de empresas, enquanto o grupo *DIV5* o maior valor. Além disso, *DIV5* também é o grupo que apresentou maior valor q (média ou mediana), maior intervalo interquartilico e maior desvio padrão para esta variável, dentre os grupos estudados. Os grupos extremos (*DIV0* e *DIV5*) apresentaram as maiores dispersões no valor de q , como observado pelos valores de desvio padrão. Este comportamento, para o grupo de não pagadores de dividendos, pode ser atribuído ao maior número de observações contidas. Para o grupo *DIV5*, este comportamento pode ser explicado pela relação pela irracionalidade de mercado, aliada à diminuição de risco oriunda dos dividendos, proposta por Lintner (1956) e Gordon (1963). Logo, a presença e manutenção da distribuição generosa de dividendos sobrepujaria a análise de outras variáveis por parte dos investidores, provocando o comportamento analisado.

Os valores para *ROA* apontam para um comportamento progressivo, sendo negativos e com grande dispersão no grupo *DIV0*, passando a serem positivos e crescentes, estratificados de acordo com o grupo, entre *DIV1* e *DIV5*. Este comportamento era esperado, dada a relação entre o *ROA* e o *DIV*, uma vez que a primeira é a relação entre os lucros e o ativo das empresas. Segundo o *trade-off* clássico, o resultado da empresa pode ser usado na própria, com abatimento de dívida ou investimentos, ou ser distribuído aos acionistas (EHRAHRDT; BRIGHAM, 2014; SANTOS; GALVÃO, 2015).

Assim, há dois motivos, basicamente, para não haver distribuição de dividendos: reinvestimento ou resultado negativo. Dada a obrigação legal de distribuição do dividendo mínimo, é de se esperar que as empresas listadas como *DIV0* apresentassem os piores valores

de *ROA*. Assim como à medida que haja maiores distribuições de dividendos (sendo esse o critério de separação dos grupos), apresentem-se melhores valores para *ROA*, conforme apurado.

A variável *TA* não apresenta grande variação entre os grupos pagadores de dividendos, enquanto apresenta menor valor de média e mediana no grupo *DIV0*. Analisando-se a questão do ciclo de vida das empresas, Fama e French (2001) e Santos e Galvão (2015) postularam que empresas menores e em ciclo de vida inicial tendem a ter melhores oportunidades de investimentos, o que diminuiria ou anularia os dividendos pago pela necessidade de aplicação dos recursos. Esta é a interpretação de Kim *et al.* (2016) sobre seus achados no grupo *DIV0*, no mercado dos EUA, buscando explicar a maior valorização deste grupo quando comparado ao dos menores pagadores de dividendos. Entretanto, esta ótica não parece suficiente para suportar os achados no mercado brasileiro. Isto porque, se por um lado as empresas que não distribuem dividendos apresentam o menor *CASH* dentre os grupos, também são as que apresentam menores valores para *RETE*, *CV* e *INV*, o que mostra que seu objetivo primário não está alinhado com projetos de expansão ou crescimento.

A variável *AlaFIN*, com menor valor mediano para o grupo *DIV0*, também não contribui para o entendimento de que as empresas *DIV0* estejam em um momento de tentativa de expansão, não justificando expectativas futuras dos acionistas na precificação.

Por fim, a variável *EST* apresenta menores valores e menor amplitude no grupo *DIV5*, conforme esperado. A variável *EST* é utilizada como indicador de eficiência operacional que, quanto melhor, maior a lucratividade da empresa e, portanto, maior *ROA*. Esta variável também pode ser interpretada para projeção futura de valores em empresas específicas (como por exemplo, reservas de petróleo, gás ou minerais), não sendo este o objetivo do estudo.

Os dados do teste de correlação de Spearman são apresentados na Tabela 5. No geral, as variáveis apresentam correlação de baixa a moderada, justificando-se o uso das mesmas na regressão.

Tabela 5 - Matriz de Correlação de Spearman Entre as Variáveis do Estudo

		q de Tobin	DIV	EBITDA	RETE	CV	ROA	TA	CASH	INV	AlaFIN	EST
q de Tobin	rho*	1,000										
	Sig. Estat.											
DIV	rho	0,4737	1,0000									
	Sig. Estat.	0,0000										
EBITDA	rho	0,1712	0,0367	1,0000								
	Sig. Estat.	0,0000	0,1165									
RETE	rho	0,2644	0,2604	0,3228	1,0000							
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,0000								
CV	rho	0,2892	0,1860	0,4163	0,2932	1,0000						
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000							
ROA	rho	0,4766	0,6819	0,3422	0,5315	0,3473	1,0000					
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000						
TA	rho	0,0829	0,2441	0,0399	0,0685	0,0917	0,1026	1,0000				
	Sig. Estat.	0,0004	0,0000	0,0877	0,0034	0,0001	0,0000					
CASH	rho	0,2651	0,2734	0,0438	0,0564	0,0846	0,2199	0,2004	1,0000			
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,0610	0,0157	0,0003	0,0000	0,0000				
INV	rho	0,2613	0,1554	0,2715	0,3082	0,4944	0,3443	0,1594	0,1420	1,0000		
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000			
AlaFIN	rho	0,0943	0,2371	0,0340	0,1515	0,1095	0,2894	0,0907	0,1066	0,1371	1,0000	
	Sig. Estat.	0,0001	0,0000	0,1461	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000		
EST	rho	- 0,2033	- 0,1323	- 0,0378	- 0,0333	0,0501	- 0,0953	- 0,1461	0,0483	- 0,0436	0,0679	1,0000
	Sig. Estat.	0,0000	0,0000	0,1060	0,1538	0,0320	0,0000	0,0000	0,0386	0,0624	0,0036	

*Spearman's rank correlation coefficient, ou Coeficiente de Correlação de Postos de Spearman, simbolizado pela letra grega ρ (ró). Fonte: Dados da pesquisa

As maiores correlações reportadas com a variável de interesse, são *ROA* (0,4766) e *DIV* (0,4737). Estas correlações já eram esperadas por (i) a estatística descritiva dos grupos demonstrou que há um escalonamento entre os dividendos e o valor das empresas; e (ii) a relação esperada, de acordo com a literatura (FORTI *et al.*, 2015; GRANDO *et al.* 2016), entre o *ROA* e o valor das empresas.

Para se consolidar a importância da análise por grupos, na distribuição de dividendos, foram realizados dois testes de diferença entre eles, com a utilização de duas amostras distintas. Ambos os testes foram realizados utilizando-se os mesmos grupos *DIVx* escolhidos por Kim *et al.* (2016) para sua análise, sendo o primeiro teste baseado nas medianas anuais de *q*. O segundo, realizado com base na amostra completa. Ambas as análises foram realizadas mediante o resultado do teste *Wilcoxon-Mann-Whitney rank-sum*. Os resultados são demonstrados na Tabela 6.

Tabela 6 - Diferença entre os grupos *DIVx* baseados nas medianas anuais e na amostra completa

Com base nas medianas anuais				Com base na amostra completa			
DIV0eDIV1	n	Soma de Classificação	Esperado	DIV0eDIV1	n	Soma de Classificação	Esperado
DIV0	23	523	540.5	DIV0	1108	869271	885846
DIV1	23	558	540.5	DIV1	490	408330	391755
Combinado	46	1081	1081	Combinado	1598	1277601	1277601
$z = -0,384$ Prob > $ z = 0,7006$				$z = -1,949$ Prob > $ z = 0,0513$			
DIV0eDIV3	n	Soma de Classificação	Esperado	DIV0eDIV3	n	Soma de Classificação	Esperado
DIV0	23	406	540.5	DIV0	1108	795127	885846
DIV3	23	675	540.5	DIV3	490	482474	391755
Combinado	46	1081	1081	Combinado	1598	1277601	1277601
$z = -2,955$ Prob > $ z = 0,0031$				$z = -10,666$ Prob > $ z = 0,0000$			
DIV5eDIV0	n	Soma de Classificação	Esperado	DIV5eDIV0	n	Soma de Classificação	Esperado
DIV0	23	315	540.5	DIV0	1108	715881	884738
DIV5	23	716	540.5	DIV5	488	558525	389668
Combinado	46	1081	1081	Combinado	1596	1274406	1274406
$z = -4,954$ Prob > $ z = 0,0000$				$z = -19,907$ Prob > $ z = 0,0000$			
DIV5eDIV1	n	Soma de Classificação	Esperado	DIV5eDIV1	n	Soma de Classificação	Esperado
DIV1	23	319	540.5	DIV1	490	159359	239855
DIV5	23	762	540.5	DIV5	488	319372	238876
Combinado	46	1081	1081	Combinado	978	478731	478731
$z = -4,866$ Prob > $ z = 0,0000$				$z = -18,226$ Prob > $ z = 0,0000$			
DIV5eDIV3	n	Soma de Classificação	Esperado	DIV5eDIV3	n	Soma de Classificação	Esperado
DIV3	23	390	540.5	DIV3	490	187438	239855

DIV5	23	690	540.5	DIV5	488	291293	238876
Combinado	46	1081	1081	Combinado	978	478731	478731
	$z = -3,306$				$z = -11,868$		
	$\text{Prob} > z = 0,0009$				$\text{Prob} > z = 0,0000$		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados apontaram para não haver diferença entre os grupos *DIV0* e *DIV1* ($|z| = 0,7006$), quando analisados pelas medianas anuais. Já todos os demais grupos apresentaram diferenças estatísticas entre eles, validando a comparação entre os mesmos para o presente estudo. Entretanto, ao se utilizar a amostra completa para a comparação entre os grupos, o que se tem é um valor de z muito inferior, que se encontra no limiar entre a preposição estatística da igualdade entre os grupos iniciais ($|z| = 0,0513$). Aqui opta-se por relaxar a premissa, aceitando-se que há mais indícios de diferença do que de igualdade entre os dois grupos. Como as análises estatísticas realizadas neste estudo estão baseadas na amostra inteira, assumir-se-á a existência de diferença estatística entre os dois grupos basais de distribuição de dividendos. Portanto, os resultados evidenciaram a rejeição para a hipótese nula de igualdade entre os grupos na distribuição de dividendos.

As diferenças estatísticas encontradas reforçam a importância da metodologia proposta para analisar a relação entre os dividendos e o valor das empresas no mercado nacional, pois apontam para a existência de características distintas presentes na amostra. Estas diferenças entre os grupos também estão presentes no trabalho de Kim *et al.* (2016), sendo apontadas pelos autores como o principal fator para o trabalho. Ademais, corrobora-se com os achados de Duarte *et al.* (2017), de que uma análise feita em níveis possui melhor capacidade de evidenciar o comportamento dos dados do que uma regressão aos valores médios ou medianos da variável de estudo dentro de uma amostra de grande volume de dados.

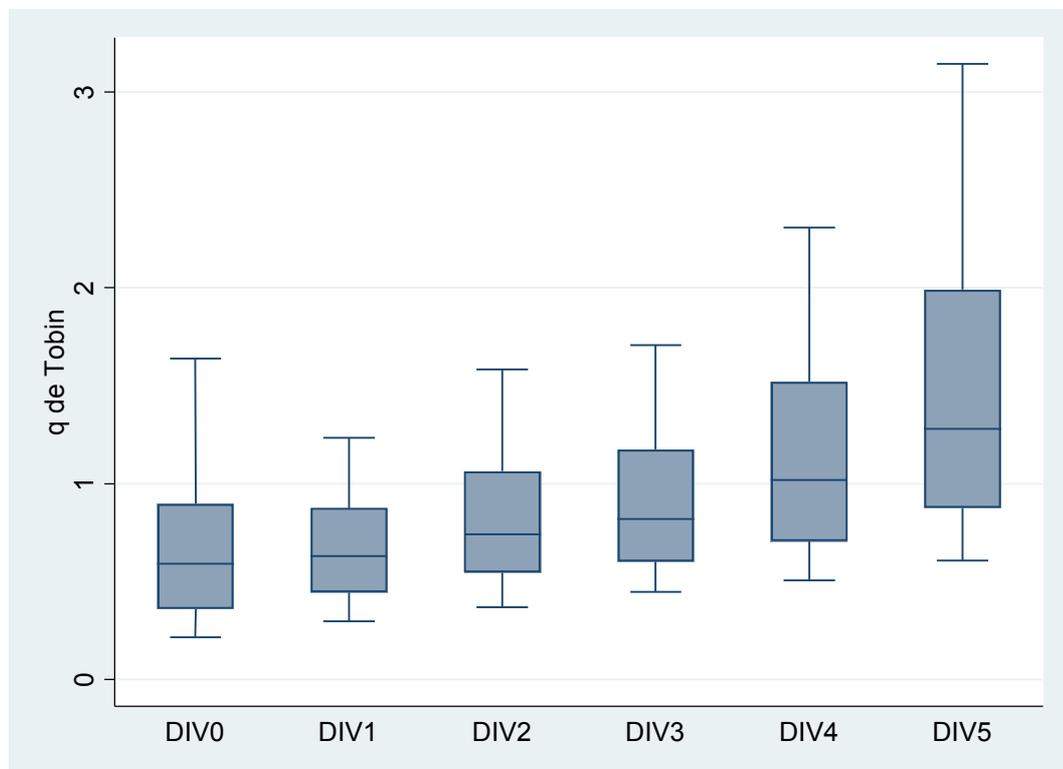
4.2 Descrição do Formato da Distribuição de Dividendos no Mercado Brasileiro

A análise das medianas dos grupos *DIVx* não caracteriza o formato da distribuição de dividendos no Brasil como “formato J”. Logo, o mercado brasileiro não se apresenta em acordo com o comportamento das economias analisadas por Kim *et al.* (2016) como detentoras do “formato J”. Por outro lado, o comportamento é similar ao descrito no México, com o grupo de empresas que não distribuem dividendos (*DIV0*) sendo pior avaliado, quanto analisado pela mediana, do que o grupo de empresas com a menor distribuição (*DIV1*). Ambos mercados possuem similaridades: são mercados latinos, de países em desenvolvimento, com baixa representatividade de empresas negociando no mercado aberto, são mercados especulativos e não possuem taxaço sobre dividendos.

Dessas características, a não taxação dos dividendos não pode ser fator para a diferença de comportamento, unicamente, pois outros seis países com tal característica reportaram maior valor para o grupo *DIV0* em comparação ao *DIV1*. As demais similaridades são características comportamentais e sociais, para as quais a análise não está no escopo desta pesquisa.

Os gráficos *box-plots* dos grupos *DIVx*, apresentados na Figura 2, evidenciam que o comportamento encontrado no mercado brasileiro é divergente dos achados internacionais reportados nos estudos de Kim *et al.* (2016).

Figura 2 – Formato da relação entre *DIV* e *q* de Tobin, no mercado brasileiro, por grupo *DIVx*, no período de 1996 a 2018



OBS: devido à presença maciça de *outliers*, para efeito ilustrativo os dados utilizados para a confecção dos gráficos *box-plot* foram winsorizados em 10% em cada extremidade. Contudo, os valores dos quartis inferiores e superiores e das medianas não foram afetados.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como demonstrado, a mediana de valor do grupo das empresas não pagadoras de dividendos (*DIV0*) é inferior à mediana dos valores das empresas que distribuem a menor proporção de lucros aos seus acionistas. O escore das medianas do *q* de Tobin é progressivamente elevado nos grupos proporcionalmente ao dividendo pago ($DIV1 < DIV2 < DIV3 < DIV4$), sendo maior no grupo das empresas que distribuem a maior parcela de dividendos a seus investidores (*DIV5*).

Assim, não se confirma a existência da relação em “formato J” no mercado brasileiro. Ademais, há indícios que demonstram a importância dos dividendos no valor da empresa, dado que o grupo das empresas que não distribuem dividendos a seus acionistas ser o de pior avaliação de mediana, havendo um tipo de relação mais semelhante a uma relação linear, quando analisadas as medianas dos grupos na Figura 2.

Da mesma forma, a hipótese H_{1a} , de que o comportamento dos grupos seria semelhante ao descrito na literatura internacional, é rejeitada. Assim, são fortalecidos os indícios da relevância dos dividendos no valor das empresas no mercado brasileiro. Este comportamento pode ser advindo da incerteza do futuro do mercado, conforme Lintner (1956) e Gordon (1963), da preferência do investidor pelo consumo do dividendo, ou ainda por seu comportamento pela faixa etária (SHEFRIN; STATMAN, 1984), ou pela atratividade de taxas de juros externas ao mercado, conforme Lintner (1956).

A análise da relevância desta relação, bem como da influência das demais variáveis elencadas para este estudo no valor das empresas, será apresentada na sequência.

4.3 Regressão: Relação entre Distribuição de Dividendos e Valor das Empresas.

A análise foi realizada com uma regressão com efeitos fixos com erro-padrão robusto clusterizado, com dados em painel, conforme os resultados dos testes de Chow, Breusch-Pagan e de Hausmann, para se obter a análise de toda a amostra e o efeito dos grupos sobre o valor q das empresas (Tabela 7).

Tabela 7 - Resultados do Modelo de Efeitos Fixos, amostra completa, período de 1996 a 2018

Fixed-effects (whitin) regression		Number of obs	=	1,831
Group variable: id		Number of groups	=	234
R-sq:		Obs per group:		
Within	=	Min	=	1
Between	=	Avg	=	7.8
Overall	=	Max	=	9
		F(15,233)	=	6.87
Corr (u _i , Xb)	=	Prob > F	=	0.000

(Std. Err. Adjusted for 234 clusters in id)

<i>q</i> de Tobin	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% conf. Interval]	
<i>DIV</i>	2.1917	1.0413	2.10**	0.036	0.1402	4.2432
<i>EBITDA</i>	- 0.3634	0.2344	- 1.55	0.122	- 0.8252	0.0984
<i>RETE</i>	1.7350	0.4684	3.70***	0.000	0.8121	2.6579
<i>CV</i>	0.4088	0.1097	3.73***	0.000	0.1926	0.6250
<i>ROA</i>	0.0020	0.0066	0.31	0.756	- 0.0109	0.0150
<i>TA</i>	- 1.1188	0.3361	- 3.33***	0.001	- 1.7811	- 0.4566
<i>CASH</i>	0.6163	0.3735	1.65*	0.100	- 0.1196	1.3522
<i>INV</i>	- 0.1356	0.1773	- 0.76	0.445	- 0.4848	0.2137
<i>AlaFIN</i>	- 0.0006	0.0004	- 1.49	0.139	- 0.0013	0.0002
<i>EST</i>	0.5738	0.6255	0.92	0.360	- 0.6586	1.8062

DIV1	0.0943	0.0519	1.82*	0.071	- 0.0080	0.1967
DIV2	0.1428	0.0680	2.10**	0.037	0.0089	0.2766
DIV3	0.1257	0.0704	1.79*	0.076	- 0.0130	0.2644
DIV4	0.2222	0.0797	2.79***	0.006	0.0653	0.3792
DIV5	0.2086	0.1072	1.95*	0.053	- 0.0027	0.4199
Cons.	8.0342	2.1497	3.74***	0.000	3.7988	12.2696
sigma_u	1.0929					
sigma_e	0.5991					
rho	0.7689					(fraction of variance due to u_i)

Onde: *DIV* é a proporção entre dividendos e ativo total; *EBITDA* são os lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações; *RETE* é a variação entre reservas de lucro entre dois anos subsequentes, proporcional ao ativo total do ano base; *CV* é a variação de receitas totais entre dois anos, proporcionais ao ativo total do ano base; *ROA* é a relação entre o lucro líquido e o ativo total; *TA* é o logaritmo do ativo total; *CASH* é a relação entre disponibilidades e ativo total; *INV* é a diferença entre ativo total entre dois anos, proporcional ao ativo total do ano base; *AlaFIN* é o indicador de endividamento financeiro; *EST* é o estoque proporcional ao ativo total. *DIV1* a *DIV5* são *dummies* dos grupos *DIVx*, divididos de acordo com a proporção de dividendos pagos por ano. Para a análise com *dummies* foi suprimido o grupo *DIV0*. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1% no topo e na base, por grupo *DIVx*. *Significante a 10%. **Significante a 5%. ***Significante a 1%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados obtidos por meio da regressão consolidam a existência de diferença estatística entre os grupos *DIVx*. Mantidas todas as demais variáveis inalteradas, o valor médio das empresas pagadoras de dividendos é maior do que o das empresas não pagadoras de dividendos (*DIV0*, considerado como base para as *dummies* de grupos *DIVx*). Também, com significância estatística de 5%, nota-se que *DIV2* é superior ao grupo suprimido e que *DIV4* é superior a *DIV2*. Além disso, há significância estatística e relação positiva entre a variável *DIV* e o valor da empresa *q* de Tobin. Logo, a conclusão é de não rejeição da hipótese H_{2a} , de relação direta entre os dividendos e o valor das empresas. Portanto, um pagamento de maiores dividendos, *ceteris paribus*, gera aumento no valor das empresas, conforme já relatado nos estudos de Baskin (1989); Gentry *et al.* (2003) e nos postulados de Lintner (1956) e Gordon (1963), Shefrin e Statman (1984) e Ehrhardt e Brigham (2014).

A explicação da melhor avaliação dos grupos está ligada à relação direta dos dividendos com o valor das empresas. Isto explica, portanto, a relação de valor encontrada entre os grupos *DIVx*. Empresas que não distribuem dividendos (*DIV0*) são as de pior avaliação pelo mercado, enquanto mesmo empresas com pequenas distribuições de dividendos (*DIV1* e *DIV2*) são melhor avaliadas. No outro extremo da análise, as empresas que efetuam a maior distribuição proporcional de lucros aos acionistas (*DIV5*) possuem maior valor.

Ao se somarem os achados da regressão com a estatística descritiva dos grupos (Tabela 4), observa-se que, embora sejam as empresas pior avaliadas, há significativa variação interquartilica de *ROA* no grupo *DIV0*, bem como os maiores valores de máximo para esta variável nesse mesmo grupo. Logo, fica evidenciado a existência de empresas que não

distribuem dividendos por fatores outros que não a ausência de lucros. Porém, dada a ausência da distribuição dos lucros, seja por deliberação, por discricionariedade contábil ou por decisões de investimentos, estas empresas ainda não se encontram em equivalência de avaliação das empresas dos grupos pagadores de dividendos, o que denota a importância da remuneração para os acionistas. Outro motivo para a pior avaliação destas empresas é o risco percebido pelos investidores na não remuneração do capital investido, com base na baixa proteção legal descrita por Pinkowitz *et al.* (2006). Ainda, há componentes de conflitos de Agência com relação à disponibilidade destes recursos nas mãos dos majoritários ou dos gestores.

Essa relação de preferência pelos dividendos, e conseqüentemente de valoração dos grupos pagadores, pode ser explicada pela diminuição do risco e incerteza futura com o retorno do investimento, conforme Lintner (1956) e Gordon (1963); pela preferência dos dividendos para consumo imediato, conforme Shefrin e Statman (1984), ou pelo ganho superior aos juros de mercado (LINTNER, 1956). O risco inerente da discricionariedade dos *accruals*, ou gerenciamento de resultados, aliada à assimetria informacional, da intervenção governamental, da baixa liquidez do mercado e das características especulatória do mercado e imediatista de retorno ou rentabilidade dos investimentos por parte dos investidores são, também, fatores de destaque para explicar a importância do dividendo no mercado brasileiro.

Além disso, a característica de idade corrobora os postulados de Shefrin e Statman (1984), de que a preferência dos investidores por dividendos tende a aumentar conforme a idade, uma vez que 46,90% do total de investidores Pessoa Física da B3 apresentam idade superior a 46 anos, sendo que detém 82,82% do total de recursos investidos (B3, 2018). Logo, é reforçada a explicação de que há evidente presença de questões comportamentais permeando a preferência por dividendos, conforme já pontuaram M&M (1961) e Baker e Weigland (2015).

Outro ponto que reforça a preferência por dividendos é o resultado do trabalho de Loss e Sarlo Neto (2006), que afirmam que as empresas brasileiras não alteram sua política de dividendos frente à necessidade de investimentos, evitando diminuir ou cessar os retornos fixos para os acionistas.

O modelo proposto é capaz de explicar 15,29% dos fenômenos, e o resultado da regressão demonstra que as outras variáveis que apresentaram relação estatística com o valor q foram *RETE*, *CV* (relação positiva) e *TA* (relação negativa).

CV é compreendido como um sinal de crescimento das empresas e está relacionado ao aumento da demanda por seus produtos e serviços. Assim, é esperado que haja uma relação positiva entre o crescimento de vendas e a valorização das empresas, pois significa possibilidade de crescimento das empresas (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014)

A variável *RETE* apresenta um comportamento oposto ao esperado. Afinal, caso os recursos não fossem retidos poderiam ser disponibilizados aos detentores de ações. Ademais, seria uma forma de controle das ações dos gestores, conforme sugere a Teoria de Agência. Entretanto, a relação é positiva, com significância estatística a 1%. Uma interpretação para este fenômeno é de que a retenção de lucros é uma tendência das empresas brasileiras, conforme Vancin e Procianoy (2016) descreveram, dada a escassez de recursos disponíveis para captação. Logo, uma vez que esse é um comportamento esperado de mercado, essa variável não forneceria elementos para o compreender o fenômeno analisado.

Desse modo, também se infere que não há evidências da distribuição de dividendos como mecanismo de controle dos conflitos de agência, corroborando os achados de Vancin e Procianoy (*op. cit.*).

O *TA* apresenta uma relação contrária ao relatado na literatura (SILVA JR.; MACHADO, 2015; ALLEN; RACHIM, 1996). Acreditava-se que empresas maiores seriam percebidas como aquelas com menores oportunidades de investimento, distribuindo seu lucro como dividendos, o que elevaria o seu valor de mercado, sendo esta sua relação descrita com os dividendos na literatura (SANTOS; GALVÃO, 2015; FAMA; FRENCH, 2001). Uma explicação para a relação negativa observada seria a expectativa de ganho futuro oriunda de empresas menores e, portanto, com maiores oportunidades de crescimento, como relatado no estudo da distribuição de dividendos de Fama e French (2001), da mesma forma como no trabalho sobre a precificação de empresas americanas, por Kim *et al.* (2016), que corroboraria a teoria de M&M (1961). Outra interpretação seria de que os investidores estariam buscando empresas mais eficientes, que conseguissem maior produtividade e lucratividade com menores recursos disponíveis.

Dois pontos, contudo, não corroboram com esse argumento. Em primeiro lugar, percebe-se que, diferentemente do mercado americano em que há uma modificação no cenário, com a introdução de empresas menores (FAMA; FRENCH, 2001), não há variação significativa no tamanho das empresas no período estudado. Também, a aceitação do argumento da eficiência é rejeitada quando se nota o maior *score* de *ROA* (0,756) e de *EBITDA* (0,122), que demonstra não haver significância estatística entre estas variáveis e o valor das empresas, para o presente modelo de estudos adotado.

4.4 Descrição da Decisão de Distribuição de Dividendos e Valor das Empresas

Para se analisar a H_{1b} de que a decisão de se iniciar ou se cessar a distribuição de dividendos impacta no valor das empresas, foram analisados quatro cenários pré-determinados

com relação à distribuição aos acionistas: a iniciação (*I*) de pagamentos de dividendos, tendo as empresas negociado em tempo mínimo de dois anos, dentro do corte temporal, sem distribuir dividendos; o cancelamento (*C*) de pagamentos de dividendos, quando as empresas param de realizar a distribuição de lucros por um período mínimo de dois anos; a retomada (*R*) do pagamento de dividendos, após um período mínimo de dois anos sem a partilha de lucros aos detentores de ação; e, por último, o cancelamento por um período de um ano seguido de retomada de pagamentos (*C/R*), desde que a empresa tenha distribuído lucros por pelo menos dois anos antes do cancelamento e que permaneça distribuindo-os por um período de dois anos após o cancelamento. Todos os fenômenos foram estudados por um período de cinco anos, compreendendo dois anos anteriores ao fenômeno ($t-2$ e $t-1$), o ano de ocorrência do fenômeno (t) e os dois anos subsequentes ($t+1$ e $t+2$).

A mediana das variáveis, para cada um dos cenários, é apresentada na Tabela 6. O cenário de iniciação de pagamento de dividendos (*I*) demonstra que há uma queda no valor das empresas quando estas decidem por começarem a partilhar os lucros com os acionistas (t). Entretanto, nos anos posteriores ($t+1$ e $t+2$) os valores voltam a se elevar e superam os patamares anteriores, acompanhando um aumento da distribuição dos dividendos proporcional ao ativo total (*DIV*). A variação positiva de valores de q com o pagamento de dividendos corrobora a existência de uma relação dos dividendos no valor das empresas, ao menos quando se trata de iniciação de distribuição. Em contrário, a diminuição da média e da mediana das empresas no momento da iniciação dos dividendos (t) não é relatada nos estudos anteriores.

Kim *et al.* (2016) fizeram avaliação semelhante no mercado americano e seus achados foram diferentes. Naquele mercado foi relatado que no período t houve aumento mediana de valor das empresas, enquanto ocorreu queda desta variável nos períodos subsequentes.

O comportamento de queda no valor das empresas no momento da iniciação da distribuição de dividendos pode ser explicado por um conjunto de fatores. Primeiro, há uma correlação considerável com os dividendos, a partir do período t , e apenas 2 das 18 empresas iniciaram sua distribuição fora dos três grupos *DIVx* basais. Então, uma distribuição inferior àquela aguardada pelo mercado pode ser uma explicação para a queda, o que evidenciaria a característica informacional do dividendo.

No cenário de cancelamento de pagamento de dividendos (*C*) são observadas duas características, no que se refere aos valores (mediana e média) de q de Tobin: (i) observa-se uma progressiva diminuição dos valores entre os períodos $t-2$ a t ; e (ii) há uma leve elevação dos valores no período subsequente ao evento ($t+1$) com nova queda registrada no último período analisado.

No cenário de cancelamento de pagamento de dividendos (C) são observadas duas características, no que se refere aos valores (mediana e média) de q de Tobin: (i) observa-se uma progressiva diminuição dos valores entre os períodos $t-2$ a t ; e (ii) há uma leve elevação dos valores no período subsequente ao evento ($t+1$) com nova queda registrada no último período analisado.

Tabela 8 - Mediana das variáveis elencadas, apresentadas para cada cenário estudado

t	q de Tobin	q de Tobin (média)	DIV	EBITDA	RETE	CV	ROA	TA	CASH	INV	AlaFIN	EST	n*
Cenário: I													
t-2	0,6480	0,7454	0,0000	0,0374	0,0000	0,1105	0,5473	5,6034	0,0840	0,0563	0,5386	0,0817	18
t-1	0,7490	0,8849	0,0000	0,0343	0,0000	0,0987	3,0991	5,7403	0,1135	0,1012	1,3781	0,1081	18
t	0,6882	0,7255	0,0080	0,0327	0,0291	0,1050	4,4380	6,0496	0,0832	0,1308	1,6354	0,1104	18
t+1	0,7295	0,8126	0,0089	0,0184	0,0224	0,0546	4,1106	6,1308	0,0587	0,1189	1,6429	0,1207	18
t+2	0,7462	0,9117	0,0106	0,0139	0,0071	0,0498	3,4713	6,1601	0,0459	0,0780	1,9821	0,1042	18
Cenário: C													
t-2	0,7439	0,8245	0,0195	0,0096	-0,0047	0,1330	1,3441	6,3202	0,0938	0,1664	0,0062	0,1069	39
t-1	0,6851	0,7481	0,0120	-0,0044	-0,0031	0,0270	-1,1106	6,3797	0,0998	0,0888	41,4621	0,1018	39
t	0,6268	0,6368	0,0000	-0,1316	-0,2081	-0,0861	-8,9312	6,3305	0,0961	-0,7777	6,6081	0,1005	39
t+1	0,6273	0,6500	0,0000	0,0143	-0,0031	-0,0254	-4,7593	6,3429	0,0749	0,0021	-6,1182	0,1094	39
t+2	0,6111	0,6359	0,0000	0,0100	-0,0015	0,0373	-4,8533	6,3669	0,0779	0,0205	-17,1282	0,1111	39
Cenário: R													
t-2	0,6466	0,7686	0,0000	0,0013	0,0000	0,0455	-0,2346	6,4061	0,0188	0,0681	1,6806	0,0236	29
t-1	0,7550	0,7752	0,0000	-0,0061	0,0000	0,0628	1,5333	6,4198	0,0299	0,0649	1,2348	0,0212	29
t	0,7963	0,8992	0,0105	0,0416	0,0094	0,0418	4,5118	6,4754	0,0370	0,0562	1,4852	0,0282	29
t+1	0,7785	0,9490	0,0086	0,0208	0,0180	0,0623	5,6940	6,5148	0,0591	0,0711	1,7720	0,0141	29
t+2	0,7300	1,0201	0,0145	0,0118	0,0156	0,0352	6,1772	6,5262	0,0435	0,0507	1,7745	0,0231	29
Cenário: C/R													
t-2	0,7100	1,0270	0,0161	0,0127	0,0105	0,0526	3,2215	6,1587	0,0522	0,0772	1,3238	0,0959	45
t-1	0,5755	0,8411	0,0110	-0,0076	0,0000	0,0385	1,7783	6,1757	0,0673	0,0509	1,3223	0,0891	45
t	0,6463	0,8227	0,0000	0,0178	0,0000	0,0629	1,4190	6,2092	0,0677	0,0689	1,4390	0,0963	45
t+1	0,7539	1,0124	0,0120	0,0416	0,0207	0,0743	4,2928	6,2889	0,0707	0,0828	1,6034	0,0873	45
t+2	0,7072	1,0277	0,0122	0,0183	0,0100	0,0923	4,1686	6,3861	0,0527	0,0915	1,4634	0,1009	45

* Frequência de empresas analisadas na variável q de Tobin.

Fonte: Elaborado pelo autor

O último cenário analisado (C/R) apresenta queda do valor da mediana e da média de q no período anterior ao evento, consolidada no período do evento. A retomada da distribuição de dividendos é concomitante com o aumento do valor da média e da mediana. Neste fenômeno fica mais evidente a relação entre a lucratividade e a distribuição de dividendos.

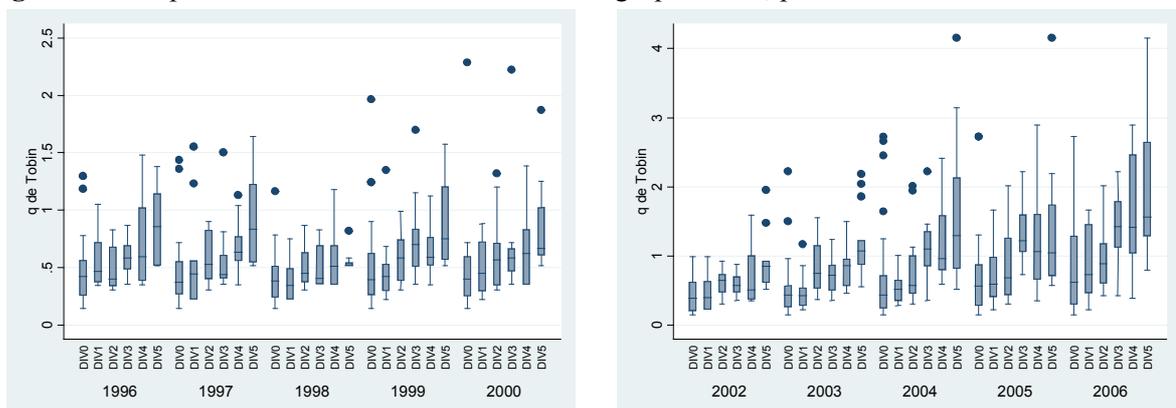
Os quatro cenários avaliados retratam que os dividendos são relevantes para o valor das empresas e que a reação do mercado acontece no mínimo um período antes de cada fenômeno estudado. Estes resultados são coerentes com os achados de Kim *et al.* (2016), que registraram a reação do mercado no período $t-1$ quando investigaram as empresas iniciadoras de distribuição.

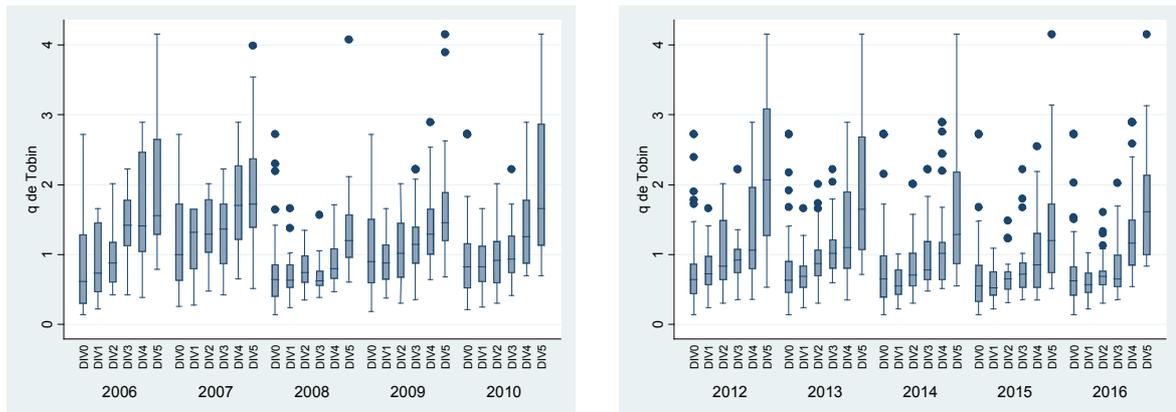
Logo, a H_{1b} é parcialmente rejeitada, pois a mediana de valor das empresas tende a cair no momento da iniciação de dividendos (tempo t do cenário I) e embora haja elevação quando da retomada de pagamentos (tempo t do cenário R). Por outro lado, enquanto a mediana de valor das empresas sofre uma queda no cenário de cancelamento dos dividendos (C), ela aumenta de valor no tempo t do cenário C/R . Assim, evidencia-se a necessidade de novos estudos com esta temática, que possam se aprofundar nos cenários propostos.

4.5 Variação da Valorização Frente a Cenários Econômicos

Para se testar a H_{3a} e H_{3b} foram utilizados quatro cenários econômicos que afetaram o mercado brasileiro que estão temporalmente alocados dentro do intervalo estudado. A variação da mediana de valor das empresas, por grupos $DIVx$, pode ser observada na Figura 3.

Figura 3 - *Box-plots* anuais da mediana de valor dos grupos $DIVx$, por cenário econômico escolhido





Fonte: Elaborado pelo autor.

Os três cenários de crise da economia (1998, 2008 e 2014) demonstram que houve impacto mais relevante no valor das empresas do grupo *DIV5*, que apresentaram queda em seu valor q mediano, enquanto o período de crescimento econômico (2004) apresentou elevação do valor destas empresas. Estes achados invalidam as hipóteses analisadas, que previram comportamento oposto.

Para o evento central de 1998, com uma crise internacional, o grupo das empresas não pagadoras de dividendos apresentou ligeiro aumento no valor da mediana de q , enquanto o valor da mediana do grupo *DIV5*, das maiores pagadoras de dividendos, apresentou queda, passando de 0,8349, em 1997, para 0,5054 no ano do evento. Em contrapartida, o valor da mediana de *DIV* permaneceu em patamares próximos para o grupo *DIV5*, o que não pode ser visto como causador da queda observada.

Tabela 9 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de *DIV*, triênio 1997-1999

DIV _x	1997			1998			1999		
	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n
DIV0	0,3732	0,0000	23	0,3834	0,0000	26	0,3942	0,0000	38
DIV1	0,4450	0,0028	11	0,3436	0,0025	11	0,4208	0,0028	13
DIV2	0,5295	0,0094	11	0,4502	0,0140	11	0,5858	0,0080	13
DIV3	0,4371	0,0148	11	0,4031	0,0199	11	0,7024	0,0159	13
DIV4	0,6325	0,0219	11	0,5111	0,0297	11	0,5879	0,0238	13
DIV5	0,8349	0,0431	12	0,5054	0,0498	11	0,7502	0,0444	15

Fonte: Elaborado pelo autor.

No único cenário positivo escolhido, há uma pequena elevação do valor da mediana de q do grupo *DIV0* no ano de 2004, enquanto a elevação é maior para o ano de 2005. O cenário esperado, de diminuição do valor das empresas pagadoras de altos dividendos e crescimento do valor das empresas que não distribuem seus lucros explicado pelo *trade-off* principal entre

dividendos e reinvestimento, é visto em 2005. Contudo, as empresas que distribuem dividendos são mais bem avaliadas pelo mercado. O que se apresenta é um cenário onde o investidor novamente aprecia os dividendos como forma de remuneração do capital investido, tal qual afirmaram Lintner (1956) e Gordon (1963).

Por outro lado, em um momento de oportunidades de crescimento, esperava-se uma diminuição na distribuição de dividendos, dada a possibilidade de reinvestimento. Porém, Loss e Sarlo Neto (2006) já identificaram que não há alteração da política de dividendos ante uma necessidade ou oportunidade de investimentos.

Tabela 10 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV , triênio 2003-2005

DIV _x	2003			2004			2005		
	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n
DIV0	0,4293	0,0000	40	0,4302	0,0000	41	0,5623	0,0000	38
DIV1	0,4233	0,0049	15	0,5127	0,0066	17	0,5883	0,0062	18
DIV2	0,7521	0,0193	15	0,5729	0,0174	17	0,6804	0,0215	18
DIV3	0,7206	0,0273	15	1,1007	0,0322	17	1,2187	0,0370	18
DIV4	0,8569	0,0381	15	0,9619	0,0493	17	1,0658	0,0552	18
DIV5	1,0748	0,0775	13	1,2954	0,0922	16	1,0454	0,1264	16

Fonte: Elaborado pelo autor.

Noutro evento de crise externa (2008), percebe-se que há movimentação de queda de valor de q em todos os grupos DIV_x . Este comportamento é o esperado, frente a um posicionamento de minimização de risco por incertezas futuras, conforme preconizaram Lintner (1956) e Gordon (1963), mas se mostra o oposto de expectativa de ganhos futuros, proposto por M&M (1961).

Tabela 11 - Comparação da mediana dos valores de q de Tobin e de DIV , triênio 2007-2009

DIV _x	2007			2008			2009		
	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n
DIV0	1,0037	0,0000	47	0,6423	0,0000	49	0,8983	0,0000	58
DIV1	1,3188	0,0053	25	0,6311	0,0032	25	0,8811	0,0029	25
DIV2	1,2895	0,0140	25	0,7424	0,0109	25	1,0187	0,0104	25
DIV3	1,3681	0,0233	25	0,6227	0,0197	25	1,1465	0,0214	25
DIV4	1,7080	0,0451	25	0,7967	0,0355	25	1,2924	0,0393	25
DIV5	1,7202	0,1108	23	1,2048	0,0936	24	1,4581	0,0854	23

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, um cenário de problemas domésticos no cenário político-econômico, que novamente mostra efeitos em sentidos opostos aos esperados. Novamente, há um aumento no valor do grupo *DIV0* e uma queda no valor de *DIV5*.

Tabela 12 - Comparação da mediana dos valores de *q* de Tobin e de *DIV*, triênio 2013-2015

DIV _x	2013			2014			2015		
	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n	Q de Tobin	DIV	n
DIV0	0,6367	0,0000	66	0,6490	0,0000	63	0,5489	0,0000	65
DIV1	0,6885	0,0025	29	0,5505	0,0034	30	0,5280	0,0019	28
DIV2	0,8690	0,0108	29	0,7059	0,0087	30	0,6533	0,0094	28
DIV3	1,0177	0,0191	29	0,7802	0,0181	30	0,7206	0,0149	28
DIV4	1,1045	0,0326	29	1,0181	0,0286	30	0,8495	0,0303	28
DIV5	1,6492	0,0851	29	1,2882	0,0967	31	1,1969	0,0677	30

Fonte: Elaborado pelo autor.

As hipóteses H_{3a} e H_{3b} se baseiam no comportamento de mercado, traduzida na expectativa futura de ganhos proposta por M&M (1961). Entretanto, o que se verificou foi um movimento na direção da preferência por dividendos, seja pela incerteza futura (LINTNER, 1956; GORDON, 1963) ou pelo consumo (SHEFFRIN; STATMAN, 1985). Em períodos de retração econômica ou crises, o grupo de empresas que distribuíam maiores volumes de dividendos foi afetado negativamente, enquanto no momento de crescimento ou expansão econômica, houve elevação do seu valor.

A explicação para a relação oposta encontrada pode residir nas características do mercado brasileiro, uma vez que, segundo Loss e Sarlo Neto (2006), ele não pode ser considerado um mercado perfeito. Ademais, aspectos como outras oportunidades de investimentos nos momentos de crise, afetadas pelos juros do mercado financeiro ou de títulos públicos, por exemplo, não foram exploradas nesta análise.

4.6 Empresas de Economia Mista e Empresas Privadas

Para se testar a H_{2b} , da associação do acionista majoritário com o valor das empresas, foi realizado o teste de regressão com efeitos fixos com erros padrão clusterizados, modelo indicado pelos testes de Chow, Breusch Pagan e Hausmann.

Para se realizar a regressão foram cumpridas duas etapas. Em primeiro lugar, foi criada uma *dummy* para a composição acionária, onde 1 foi atribuído às empresas de economia mista ou com participação direta ou indireta dos entes públicos em proporção superior a 30% do total de ações (*M*), enquanto 0 foi atribuído às empresas consideradas privadas (*P*). Em seguida foi adicionada uma nova variável ao modelo de regressão apresentado na Equação 11, criada pela

multiplicação do dividendo pela *dummy* ($DIV*dummy$). O objetivo proposto foi o de capturar o comportamento da relação entre os dividendos e o valor para as empresas *M*.

Os resultados demonstram que as empresas *M* distribuem menores proporções de dividendos para os acionistas. Com significância estatística a 10%, a distribuição de dividendos das empresas de economia mista se apresenta com relação oposta (intercepto de -2,90) da distribuição de toda a amostra (intercepto de 2,99) na variável dependente. Assim, mesmo que as empresas de economia mista distribuam dividendos, eles não são suficientes para mitigarem o risco de forma a estimular o mercado a valorizar as ações.

As empresas de economia mista apresentam o comportamento de mercado descrito por Loss e Sarlo Neto (2006), de não distribuir maiores dividendos. Dalmácio e Corrar (2007) e Vancin e Procianny (2016) relacionaram a baixa distribuição de dividendos à maior concentração acionária, o que explica a diferença entre os interceptos *DIV* registradas.

Já a menor valorização destas empresas pode ser interpretada pelo ponto de vista de Marques *et al.* (2015), para quem a alta concentração acionária promove conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Portanto, há relação com a Teoria de Agência, dada a menor valorização de empresas com mais alta concentração acionária e menor distribuição de resultados.

Ainda, no caso específico das empresas de economia mista, o acionista majoritário é também o regulador da economia, e pode utilizar essas firmas de acordo com a necessidade econômica ou setorial, com retenção de preços, queda de juros etc. Desta forma, há um maior fator de insegurança para o acionista que, agindo racionalmente, esperaria maiores juros para compensar o risco, conforme abordado por Lintner (1956).

Tabela 13 - Regressão modelo Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos Clusterizados, período de 1996 a 2018, com adição da variável *DIV*Dummy*

Fixed-effects (whitin) regression		Number of obs	=	1,831
	Group variable: id	Number of groups	=	234
R-sq:		Obs per group:		
Within	= 0.1482	Min	=	1
Between	= 0.0425	Avg	=	7.8
Overall	= 0.0550	Max	=	9
		F(11,233)	=	7.49
Corr (u _i , Xb)	= - 0.5622	Prob > F	=	0.0000

(Std. Err. Adjusted for 234 clusters in id)

<i>q</i> de Tobin	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% conf. Interval]	
<i>DIV</i>	2.9928	0.9523	3.14***	0.002	1.1166	4.8691
<i>DIV*Dummy</i>	- 2.9008	1.6723	- 1.73*	0.084	- 6.1955	0.3939
<i>EBITDA</i>	- 0.3789	0.2292	- 1.65*	0.100	- 0.8305	0.0726
<i>RETE</i>	1.9338	0.4806	4.02***	0.000	0.9870	2.8806
<i>CV</i>	0.4097	0.1128	3.63***	0.000	0.1876	0.6319

<i>ROA</i>	0.0022	0.0065	0.34	0.734	- 0.0106	0.0150
<i>TA</i>	- 1.0970	0.3318	- 3.31***	0.001	- 1.7508	- 0.4433
<i>CASH</i>	0.6669	0.3819	1.75*	0.082	- 0.0855	1.4192
<i>INV</i>	- 0.1368	0.1769	- 0.77	0.440	- 0.4853	0.2116
<i>AlaFIN</i>	- 0.0006	0.0004	- 1.46	0.145	- 0.0013	0.0002
<i>EST</i>	0.5064	0.6489	0.78	0.436	- 0.7721	1.7848
Const.	7.9912	2.1403	3.73***	0.000	3.7745	12.2080
sigma_u	1.0984					
sigma_e	0.6000					
rho	0.7702					(fraction of variance due to u_i)

Onde: *DIV* é a proporção entre dividendos e ativo total; *DIV*Dummy* é a multiplicação da variável *DIV* pela *dummy* da composição acionária (1 para empresas *M* e 0 para empresas *P*); *EBITDA* são os lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações; *RETE* é a variação entre reservas de lucro entre dois anos subsequentes, proporcional ao ativo total do ano base; *CV* é a variação de receitas totais entre dois anos, proporcionais ao ativo total do ano base; *ROA* é a relação entre o lucro líquido e o ativo total; *TA* é o logaritmo do ativo total; *CASH* é a relação entre disponibilidades e ativo total; *INV* é a diferença entre ativo total entre dois anos, proporcional ao ativo total do ano base; *AlaFIN* é o indicador de endividamento financeiro; *EST* é o estoque proporcional ao ativo total; *P* é a *dummy* da composição acionária das empresas, quanto o regime societário contiver um valor máximo de participação societária estatal de 29,999...%. A *dummy M*, de empresas com participação societária estatal igual ou superior a 30%, foi suprimida. *Significante a 10%. **Significante a 5%. ***Significante a 1%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para tentar minimizar o risco percebido pelo acionista, as empresas *M* tenderiam a suavizar a distribuição de dividendos, conforme percebido por Gugler (2003) no mercado austríaco. Para testar tal fenômeno no mercado brasileiro, pode-se observar comparativamente a variação de distribuição de dividendos nos mesmos quatro momentos escolhidos para analisar o comportamento do investidor frente às oscilações econômicas, conforme demonstrado na Tabela 14.

Tabela 14 - Valores de média e mediana das variáveis *q* de Tobin e *DIV*, anualizados, por fenômeno elencado, e variação apresentada comparando-se o ano anterior

t	Empresas <i>P</i>				Empresas <i>M</i>			
	Média		Variação ¹¹		Mediana		Variação	
	<i>q de Tobin</i>	<i>DIV</i>	<i>q de Tobin</i>	<i>DIV</i>	<i>q de Tobin</i>	<i>DIV</i>	<i>q de Tobin</i>	<i>DIV</i>
1996	0,4897	0,0077	-	-	0,5020	0,0077	-	-
1997	0,4861	0,0093	- 0.74%	20.78%	0,6396	0,0109	27.41%	41.56%
1998	<u>0,4371</u>	<u>0,0143</u>	- 10.08%	53.76%	<u>0,3315</u>	<u>0,0076</u>	- 48.17%	-30.28%
1999	0,5795	0,0070	32.58%	- 51.05%	0,3815	0,0042	15.08%	- 44.74%
2000	0,5807	0,0121	0.21%	72.86%	0,3880	0,0033	1.70%	- 21.43%
2002	0,5158	0,0065	- 11.18%	- 46.28%	0,2299	-	- 40.75%	N/C
2003	0,6105	0,0152	18.36%	133.85%	0,4616	0,0027	100.78%	N/C
2004	<u>0,7516</u>	<u>0,0177</u>	23.11%	16.45%	0,4457	0,0061	- 3.44%	125.93%
2005	0,8547	0,0226	13.72%	27.68%	0,4486	0,0112	0.65%	83.61%
2006	1,1890	0,0193	39.11%	-14.60%	0,5189	0,0119	15.67%	6.25%
2007	1,4190	0,0146	19.34%	-24.35%	0,8067	0,0010	55.46%	-91.60%

¹¹ çã = _____ - 1

2008	<u>0,7404</u>	<u>0,0110</u>	- 47.82%	-24.66%	<u>0,6010</u>	<u>0,0107</u>	- 25.50%	970.00%
2009	1,1465	0,0085	54.85%	-22.73%	0,6387	0,0081	6.27%	-24.30%
2010	1,0194	0,0122	- 11.09%	43.53%	0,6789	0,0067	6.29%	-17.28%
2012	0,8891	0,0102	- 12.78%	-16.39%	0,7092	0,0099	4.46%	47.76%
2013	0,8603	0,0084	- 3.24%	-17.65%	0,5734	0,0136	- 19.15%	37.37%
2014	<u>0,7842</u>	<u>0,0085</u>	- 8.85%	1.19%	<u>0,5575</u>	<u>0,0110</u>	- 2.77%	-19.12%
2015	0,7270	0,0092	- 7.29%	8.24%	0,4194	0,0003	- 24.77%	-97.27%
2016	0,7515	0,0048	3.37%	-47.83%	0,5452	0,0036	30.00%	1100.00%

Fonte: Elaborado pelo autor. OBS: sublinhado momento t .

As tabelas 13 e 14 mostram que há uma grande variação na distribuição de dividendos das empresas M , não confirmando os achados de Gugler (2003). Isso demonstra que há diferenças entre o modelo de gestão de empresas de economia mista adotados no Brasil e na Áustria.

Além disso, mesmo em um período de crescimento econômico (meados de 2004), as empresas M apresentaram períodos de queda de seu valor, ainda que tenham apresentado um significativo aumento de dividendos distribuídos, o que é um comportamento contrário ao esperado.

Este comportamento de menor valoração das empresas M no período pode ser interpretado como um movimento de minimização de risco, pelo investidor, que busca empresas cuja função não inclua seu uso como reguladora econômica. Outra interpretação se apoia na oscilação da política de dividendos apresentada. Como já discutido, o comportamento do investidor do mercado brasileiro é do tipo pró-dividendos. A oscilação de dividendos (até a não distribuição, como observada em 2002) é interpretada como um sinal de instabilidade, por parte do investidor que pretere as ações de empresas de economia mista, conforme previsto por Lintner (1956).

As empresas P , por outro lado, apresentam um comportamento de menor oscilação de valor DIV nos períodos estudados. Na média, a oscilação de DIV das empresas P , no período elencado, foi de 6,27% (variando entre 0,0048 a 0,0226), contra 114,80% (variando entre 0,0000 e 0,0136) de oscilação para as empresas M . Mesmo que tenha havido um crescimento dos dividendos nas empresas M , durante o período estudado, há dois fatores a serem detalhados, sendo (i) que o dividendo médio pago por estas empresas foi menor (0,00725 contra 0,0115 das empresas P) e (ii) o valor médio das empresas M ($q = 0,5199$) é, como esperado, inferior às empresas P ($q = 0,7806$)

Ainda, os dividendos nas empresas M apresentam uma menor mediana de distribuição nos períodos de crescimento econômico. Dado que a regressão apresenta um alto valor de

significância entre DIV e q , demonstrando que o investidor do mercado brasileiro é sensível à remuneração rápida do seu capital investido, há possibilidade de que a relação de queda no valor das empresas experimentado no ano de 2004 tenha como uma das causas o juro externo, conforme postulou Lintner (1956).

Logo, há um fator confirmatório de conflitos de Agência nas empresas de economia mista, devido à alta concentração acionária. Por outro lado, há também uma não relevância dos achados de Gugler (2003), demonstrando que as empresas de economia mista não fazem uso da política de suavização de dividendos para comunicar menor risco de investimento ao mercado.

Ao fim, não se rejeita a H_{2b} , com as empresas de economia mista apresentando menores avaliações do que as empresas privadas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos das finanças empresariais destacam como a decisão mais importante para a empresa a alocação dos seus resultados: por um lado, há a possibilidade de se investir em novos projetos com potencial de aumento de valor futuro; pelo outro, pode-se distribuir estes valores aos acionistas, como forma de remunerar o capital investido, o que também pode aumentar o valor dos papéis da empresa no mercado. Este é conhecido como o *trade-off* principal das finanças.

Para se haver um aumento dos valores das ações como reação à distribuição de dividendos, o mercado deve ser favorável a estes. Contudo, a existência de uma relação entre a distribuição de dividendos e o valor das empresas no mercado brasileiro é tema de diversos estudos sem um aparente consenso. O conhecimento sobre este tema é de interesse das empresas, dado que poderiam estabelecer políticas de maximização de preços de ações por meio de distribuições mais volumosas de lucros aos acionistas, caso esta seja a expectativa. Por outro lado, caso o mercado prefira a retenção para reinvestimento, caberia à gestão buscar investimentos com valores presentes líquidos positivos para aumentar o valor de mercado das companhias de capital aberto.

Um ponto importante para a busca da existência ou não da relação entre os dividendos e o valor das empresas reside no corte temporal e no tamanho da amostra estudada. Períodos mais longos tendem a gerar amostras maiores, e amostras maiores podem gerar análises limitadas, pois as regressões (forma de estudo muito utilizada em trabalhos quantitativos desta temática) utilizam pontos médios ou medianos para elucidar a relação. Porém, empresas situadas nas duas extremidades da amostra, aquelas que não distribuem dividendos e aquelas que distribuem as maiores proporções do lucro líquido aos acionistas, são pouco ou não são analisadas por estas técnicas. E são estas as situações de importância para compreender a relação dos dividendos com as empresas, conforme M&M (1961) e Black (1976).

Uma nova fronteira deste campo de estudo foi proposta por Kim *et al.* (2016), que dividiram a amostra do mercado americano em empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. Em seguida, dividiram os grupos das empresas pagadoras em cinco grupos proporcionais aos dividendos pagos e analisaram a relação dos grupos com o valor das empresas, descrevendo a existência de uma relação em “formato J”.

Esta metodologia de análise foi o ponto de partida para o presente estudo, cujo objetivo foi avaliar, quando da segmentação da amostra, o formato da relação entre as distribuições de dividendos e o valor de empresas de capital aberto listadas no Brasil. Entretanto, contrariamente à fundamentação teórica utilizada por aqueles autores, e com o resultado do mercado mexicano

como exemplo, optou-se por considerar como suporte teórico um conjunto de teorias que dessem suporte à relação de dividendos com o valor da empresa. Portanto, foram escolhidas a Teoria do “Pássaro na Mão”, de Lintner (1956) e Gordon (1963) e a Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) como teorias de base para a interpretação dos achados.

Dadas as particularidades do mercado brasileiro, como a influência governamental, a alta concentração de ações, as características de especulação e a baixa liquidez, conhecer se a distribuição de dividendos apresenta uma relação divergente daquela do mercado americano com o valor das empresas, e compreender se há efetivamente uma relação entre estas duas variáveis, é de suma importância na tomada de decisão pelos gestores e conselhos das empresas que negociam suas ações no mercado de capitais. Ademais, é uma nova abordagem teórica visando a compreensão do comportamento do mercado de investidores frente às decisões empresariais.

Após o exposto, os resultados da estatística descritiva demonstraram que as empresas que não distribuem parcelas de seus lucros para os detentores de ações são pior avaliadas pelo mercado, enquanto as avaliações dos grupos são melhores concomitantemente a maiores distribuições de dividendos. Assim, os dados permitiram a rejeição da H_{1a} , uma vez que a relação entre a distribuição de dividendos e valor das empresas no mercado brasileiro, categorizadas por grupos, não apresentam a relação “formato J”, mas uma relação com formato mais linear.

Ainda assim, para se verificar o objetivo do estudo, ratificando-se a rejeição de H_{1a} , foi realizada uma regressão de efeitos fixos, com erros robustos clusterizados, com a utilização de *dummies* para os grupos $DIVx$. Os resultados obtidos permitiram afirmar a existência de relação estatística significativa e positiva entre os dividendos e o valor das empresas no mercado brasileiro, não rejeitando a H_{2b} , além de demonstrar que há um escalonamento de valores entre os grupos, conforme a estatística descritiva demonstrara. Assim, verificou-se que, assemelhando-se ao mercado mexicano, a relação entre os lucros distribuídos aos acionistas e o valor das empresas listadas na B3 apresenta formato linear.

Como explicação para a relação descrita, foram utilizadas a incerteza com o futuro dos investimentos, dado um mercado não racional, conforme postularam Lintner (1956) e Gordon (1963), a preferência pelo consumo imediato, além do fator comportamento por idade, conforme proposto por Shefrin e Statman (1984), a concorrência pelo investimento com fontes externas pagadoras de juros, como investimentos financeiros ou títulos públicos, conforme Lintner (1956) e questões do mau uso dos recursos por parte dos gestores, conforme a Teoria de Agência, de Jensen e Meckling (1976).

Outras pontuações podem ser levantadas, para explicar a preferência pela remuneração com os lucros, como a característica especulativa do mercado brasileiro, aliada ao baixo protecionismo citado por Pinkowitz *et al.* (2006). Além disso, há inúmeros fatores como a baixa liquidez do mercado, a atuação governamental e a grande volatilidade do mercado econômico brasileiro.

Para analisar o efeito de mudanças na política de dividendos com relação a pagamento ou não pagamento aos acionistas, proposto na H_{1b} , foram analisadas empresas em quatro cenários distintos: a iniciação de pagamento de dividendos, o cancelamento dos pagamentos, sua retomada e momentos únicos sem pagamentos de dividendos.

Os resultados apontaram para oscilações em concordância com os dividendos, nos cenários elencados. Assim, quando a empresa decidiu iniciar ou retomar sua distribuição de lucros, seu valor se eleva. Por outro lado, o cancelamento, mesmo que momentâneo, da política de distribuição de resultados afeta negativamente o valor das companhias analisadas. Desta forma, a hipótese não é rejeitada, admitindo-se a variação de valor q das empresas em consonância com a distribuição de dividendos. Estes achados foram considerados similares aos dados anteriores, no sentido de reiterarem a relação dos dividendos e sua importância no valor das empresas.

Os dividendos, portanto, não são capazes de alterar os valores de mercado quando analisados em separado. Entretanto, o mecanismo pelo qual as empresas são avaliadas quando por ausência de lucro ou por prejuízo, por manipulação contábil, ou ainda por deliberação por retenção e consequente não distribuição dos lucros não foi analisado neste estudo.

É tácito afirmar que algumas empresas que decidiram não distribuir dividendos não estão obrigatoriamente em situação de ausência de lucros. Contudo, há de se salientar que mesmo apresentando valores de *ROA* mais elevados que alguns grupos de pagadores de dividendos, as empresas *DIV0* apresentam uma avaliação inferior àquelas, quando comparadas nos mesmos quartis, reforçando a importância dos dividendos para o mercado brasileiro.

As hipóteses que testaram a racionalidade do mercado frente a cenários econômicos de crises e de crescimento (H_{3a} e H_{3b}) atribuíam aos investidores decisões de postergar o ganho, estimulando o reinvestimento, em um cenário de crescimento, tendo respaldo nos trabalhos de M&M (1961), e de melhoria dos valores das empresas que distribuíssem maiores dividendos, por aumento de demanda, em períodos de crises.

Os resultados determinaram a rejeição de ambas hipóteses, dado o comportamento do mercado brasileiro ser de valorização das empresas com alta distribuição de dividendos em períodos de crescimento da economia, e de baixa de valor de todos os grupos, em momentos de

crise. O primeiro comportamento foi interpretado como de reafirmação dos dividendos como remuneração do capital investido, uma vez que as empresas dos grupos de maior distribuição de resultados apresentaram maior aumento de valor entre os grupos DIV_x . Por outro lado, para os momentos de crise, a baixa de valor de todas as ações permitiu concluir se tratar de comportamento de aversão ao risco. Ambos os comportamentos colaboraram para solidificar a Teoria proposta por Lintner (1956) e Gordon (1963), da relevância dos dividendos para os acionistas.

Por fim, para se analisar a relação dos dividendos com os valores de um dos tipos mais significativos de empresas do mercado brasileiro, as empresas com grande presença direta ou indireta do ente estatal, foi realizada uma nova regressão por efeitos fixos, com a adição de uma variável para captar os dividendos pagos por estas empresas. Os achados estatísticos apontaram para a não rejeição da H_{2b} , uma vez que as empresas com forte presença governamental, direta ou indireta, entre seus acionistas, apresentaram maiores oscilações de distribuição de dividendos, discordando dos achados de Gugler (2003) sobre o mercado austríaco, menores valores de dividendos distribuídos e menores valores q .

Os resultados foram explicados com base na Teoria de Agência e os conflitos de acionistas majoritários e minoritários, além do risco do uso destas empresas como mecanismos de intervenção em setores econômicos, sendo assim caracterizadas como instrumentos de política nacional.

Assim, os resultados são concordantes com o formato linear da relação entre os dividendos e o valor das empresas, divergindo dos achados internacionais. Também são positivos para a relevância do dividendo no valor das empresas e mostram evidências de comportamento contrário a conflitos de agência. Portanto, reforçam os postulados de Lintner e Gordon, e são concordantes com os resultados de Baskin (1989) sobre a relevância dos dividendos no valor das empresas.

A presente pesquisa é relevante por adicionar novos achados à literatura dos dividendos, analisando uma amostra extensa, abrangendo um significativo corte temporal, em um dos mercados mais importantes do mundo, o que é considerada como uma contribuição para a literatura internacional.

Ainda é contributiva por considerar a presença de empresas com políticas distintas de distribuição de lucros, analisando-as sob o prisma das teorias de dividendos. Ademais, apresenta novos métodos de análise da relação, por meio da segmentação da amostra, o que reforça os achados estatísticos.

No campo prático, reforça a importância dos dividendos para a precificação das empresas, minimizando os riscos de um mercado ainda em maturação e de características imediatistas. Portanto, ainda que a capacidade de gerar lucros esteja presente no negócio, o que é um fator relevante para os acionistas, há um significativo incremento de valor ao se passar a distribuir dividendos. Para além, a manutenção dos dividendos também é condicional para a estabilidade dos patamares de valor das empresas, pois diminuições de dividendos acarretam perda de valor no mercado.

Assim, aceitando-se que o dividendo é uma maneira de se perceber a redução dos riscos por parte dos que investem recursos financeiros nas empresas, essas devem se direcionar para aumentar a transparência na sua relação com os investidores, objetivando mitigar estes riscos e, conseqüentemente, elevar seu valor.

Portanto, esta pesquisa avança no que tange às fronteiras exploratórias do tema.

Entretanto, há de se salientar o proposto por M&M (1961), de que a relevância ou não dos dividendos se dá pela presença de clientelas favoráveis ou não aos mesmos. Desta forma, esta dissertação não visa delimitar as discussões da relação, mas sim expandi-las, ressaltando a necessidade de estudos de caráter qualitativo, voltados para a compreensão do comportamento do investidor frente aos dividendos.

Apesar dos avanços descritos, há uma série de limitações inerentes a esta pesquisa. Em primeiro lugar, ela se baseia em dados quantitativos, o que não permite descrever o comportamento do investidor frente às políticas de dividendos. Outrossim, mesmo com a segmentação realizada, os dados oriundos do mercado brasileiro ainda se mostram dispersos a ponto de a capacidade de explicação das variáveis ser de aproximadamente 16%. Ainda, há a limitação imposta pelo próprio objetivo da pesquisa, que faz com que o estudo seja restrito a um tipo de observação e análise específica. Por fim, há limitações de dados, notadamente para períodos pré-IFRS, o que colaborou para reduzir a amostra e, conseqüentemente, limitar os achados.

Logo, há férteis campos de estudos para o tema. As sugestões de estudos abrigam pesquisas de cunho qualitativo-quantitativo, que possam relacionar os achados estatísticos à análise comportamental de investidores e gestores; o uso de outras variáveis para a interpretação da relação, visando um maior poder explicativo; a análise exclusiva de empresas que não distribuem dividendos, visando a explicação do seu valor na ausência dos dividendos; a análise das empresas que mais distribuem dividendos visando compreender os fatores motivadores do seu valor inferior, quando comparado ao mercado americano, mesmo efetuando distribuições mais generosas de dividendos aos seus acionistas.

REFERÊNCIAS

ALLEN, D. E.; RACHIM, V. S. Dividend policy and stock price volatility: Australian Evidence. **Journal of Applied Economics**, v. 6, p. 175-188, 1996. DOI: <https://doi.org/10.1080/096031096334402>. Acesso em 9 mar. 2019.

ANDRADE, P. C. **O comportamento do investimento agregado no Brasil – 1960-1987**. 1987. 191 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1987.

ASSAF NETO, A.; AMBROZINI, M. A.; LIMA, F. G. **Dividendos: teoria e prática**. Ribeirão Preto, SP: Inside Books, 2007.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

B3 – Brasil Bolsa Balcão. Perfil dos Investidores em 28/09/2018 – Critério 1. **BM&FBovespa** (online), jun. 2018. Disp. em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em 15 fev. 2019.

BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 17, p. 17-35, 1999. Disp. em: www.jstor.org/stable/40473257. Acesso em 26 mar. 2019.

BAKER, H. K.; POWELL, G. E.; VEIT, E. T. Revisiting the dividend puzzle: do all of the pieces now fit? **Review of Financial Economics**, v. 11, p. 241–261, 2002. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00044-7). Acesso em 15 fev. 2019.

BAKER, H. K.; WEIGAND, R. Corporate Dividend Policy Revisited. **Managerial Finance**, v. 41, n. 2, p. 126-144, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>. Acesso em 22 jan. 2019.

BAKER, M.; WURGLER, J. A catering theory of dividends. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 3, p. 1125-1165, jun. 2004. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>. Acesso em 12 jan. 2019.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490232>. Acesso em 13 fev. 2019.

BARBOSA FILHO, F. H. A Crise Econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>. Acesso em 14 dez. 2019.

BASKIN, J. Dividend policy and the volatility of common stock. **Journal of Portfolio Management**, v. 15, n. 3, p. 19-25, 1989. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409203>. Acesso em 9 mar. 2019.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600005>. Acesso em 4 abr. 2019.

BEAVER, W. H.; McANALLY, M. L.; STINSON, C. H. The Informational Content of Earnings and Prices: A simultaneous Equations Approach. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 1, p. 53-81, 1997. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00424-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00424-7). Acesso em 22 ago. 2018.

BEAVER, W. H. The informational content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490070>. Acesso em 13 fev. 2019.

BERGSTROM, C.; RYDQVIST, K. Ownership of equity in dual-class firms. **Journal of Banking and Finance**, v. 14, n. 2-3, p. 255-269, 1990. DOI: [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(90\)90049-8](https://doi.org/10.1016/0378-4266(90)90049-8). Acesso em 26 mar. 2019.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan. 1932.

BEZAWADA, B.; TATI, R. K. Dividend policy and firm valuation – a study of Indian electrical equipment manufacturing industry. **Theoretical Economics Letter**, v. 7, p. 1233-1243, 2017. DOI: <https://doi.org/10.4236/tel.2017.75083>. Acesso em 31 jan. 2018.

BLACK, F. The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>. Acesso em 22 nov. 2018.

BLACK, F.; SCHOLES, F. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3). Acesso em 05 mai. 2018.

BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: Dividends vs interests on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 968-979, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>. Acesso em 09 mar. 2019.

BRASIL. **Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Disp em www.planalto.gov.br. Acesso em 16 ago. 2018

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disp em www.planalto.gov.br. Acesso em 16 ago. 2018.

BRASIL. **Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Disp em www.planalto.gov.br. Acesso em 26 nov. 2018.

BRIEF, R. P.; ZAROWIN, P. The Value Relevance of Dividends, Book Value and Earnings. **New York University Dept. of Accounting Working Paper**, n. 99, v. 3, 1999. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.173629>. Acesso em 17 fev 2019.

BRUGNI, T. V.; SARLO NETO, A.; BASTIANELLO, R. F.; PARIS, P. K. S. Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 82-99, 2012. DOI: <https://doi.org/10.4270/ruc.2012323>. Acesso em 14 fev. 2019.

CAMARGOS, M. A.; SALVTO, M. A.; CAMARGOS, M. C. S. Determinantes do Dual-Class Premium de Companhias Brasileiras em Anos Recentes. **XXXVI Encontro da Associação Nacional de Pesquisa em Administração - EnANPAD**, 2012, Rio de Janeiro. Anais do XXXVI EnANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. Disp. em: http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_FIN2023.pdf. Acesso em 22 set. 2018.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia Científica: para uso dos estudantes universitários**. 3. ed. São Paulo: MCCRAW-HILL do Brasil, 1983.

CHAN, L. K. C.; LAKONISHOK, L.; SOUGIANNIS, T. The stock market valuation of research and development expenditures. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2431-2456, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00411>. Acesso em 28 mar. 2019.

CHAN, S. H.; MARTIN, J. D.; KENSINGER, J. W. Corporate research and development expenditures and share value. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 2, p. 255-276, 1990. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90005-K](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90005-K). Acesso em 28 mar. 2019.

CHAREST, G. Split information, stock returns and market efficiency-I. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 2-3, p. 265-296, 1978. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90032-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90032-6). Acesso em 20 jan. 2019.

CHAUVIN, K. W.; HIRSCHEY, M. Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. **Financial Management**, v. 22, n. 4, p. 128-140, 1993. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665583>. Acesso em 28 mar. 2019.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665623>. Acesso em 22 set. 2018.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. **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, n. 26, 2002. Disp. em: www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?Cod_evento=1&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_subsecao=49&cod_edicao_trabalho=2510. Acesso em 18 jun. 2018.

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. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. Brasília, v.6, n. 2, art. 3, p. 154-169, abr./jun. 2012. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v6i2.223>. Acesso em 25 out. 2018.

COSTA, J. V. M.; BARBACHAN, J. S. F. O comportamento das ações na data *ex-dividendos* e o efeito clientela no mercado acionário brasileiro. **XXXV EnANPAD, Encontro da Associação Nacional de Pesquisa em Administração**, Rio de Janeiro, RJ, 4 a 7 set. 2011. Disp. em: www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN1167.pdf. Acesso em 9 mar. 2019.

DALMACIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, FEARP/USP, v. 1, n. 1, p. 16- 29, 2007. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v1i1.34694>. Acesso em 27 fev. 2019.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para adeterminação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

DeANGELO, H.; DeANGELO, L. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. **Journal of Financial Economics**, v. 79, p. 293–315, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.003>. Acesso em 22 out 2018.

DeANGELO, H.; DeANGELO, L.; SKINNER, D. J. Corporate Payout Policy. **Foundations and Trends in Finance**, v. 3, n. 2-3, p. 95-287, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1561/05000000020>. Acesso em 27 nov. 2018.

DEHNING, B.; RICHARDSON, V. J.; ZMUD, R. W. The financial performance effects of IT-based supply chain management systems in manufacturing firms. **Journal of Operations Management**, v. 25, n. 4, p. 806-824, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jom.2006.09.001>. Acesso em 28 mar. 2019.

DEMPSEY, M.; GUNASEKARAGE, A.; TRUONG, T. T. The association between dividend payout and firm growth: Australian evidence. **Accounting and Finance** (online), 2018. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12361>. Acesso em 12 dez. 2018.

DHALIWAL, D.; ERICKSON, M.; TREZEVANT, R.; A test of the theory of tax clienteles for dividend policies. **National Tax Journal**, v. 52, n. 2, p. 179-194, 1999. Disp. em: <https://www.jstor.org/stable/41789388>. Acesso em 20 dez. 2018.

DOIDGE, C. U.S. Cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-classes firms. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 3, p. 519-553, 2004. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00208-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00208-3). Acesso em 26 mar. 2019.

DUARTE, F. C. L.; GIRÃO, L. F. A. P.; PAULO, E. Avaliando modelos lineares de value relevance: eles captam o que deveriam captar? **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 21, p. 110-134, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>. Acesso em 30 out. 2018.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984. Disp. em: www.jstor.org/stable/1805130. Acesso em 26 mar. 2019.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rate and the clientele effect. **The Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 1, p. 68-74, 1970. DOI: <https://doi.org/10.2307/1927599>. Acesso em 09 jan. 2019.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? **Journal of Financial Economics**, n. 1, v. 60, p. 3-14, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1). Acesso em 30 nov. 2019.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 819-843, 1998. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>. Acesso em 19 out. 2018.

FAMA, R.; BARROS, L. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000. Disp. em sistema.semead.com.br/5semead/Financas/Q%20de%20tobin.pdf. Acesso em 22 set. 2018.

FAMA, R.; LEITE, E.C. O Modelo de Avaliação de Empresas de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) – Aspectos Práticos e Teóricos. **VI SEMEAD**, 2003. Disp. em: <https://pt.scribd.com/document/222411/Modelo-de-Avaliacao-de-Empresas-de-Edwards-Bell-Ohlson-EBO-Aspectos-Praticos-e-Teoricos>. Acesso em 30 ago 2018.

FARRELLY, G. E.; BAKER, K.H. Corporate Dividends: Views of Institutional Investors. **Akron Business and Economic Review**, v. 20, n. 2, 1989. Disp. em: www.questia.com/library/journal/1G1-7690617/corporate-dividends-views-of-institutional-investors. Acesso em 05 mai. 2020.

FERREIRA JUNIOR, W. O.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; BASTOS, D. D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa, Desenvolvimento e Gestão**, v. 13, n. 2, 2010. Disp. em: https://www.academia.edu/30716999/Evid%C3%AAsncias_Emp%C3%ADricas_Dos_Fatores_Determinantes_Das_Pol%C3%ADticas_De_Dividendos_Das_Firmas_Listadas_Na_Bovespa. Acesso em 9 mar. 2019.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>. Acesso em 21 dez. 2018.

FOSTER, G. Valuation parameters os property-liability company. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 3, 1977. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01991.x>. Acesso em 28 fev. 2019.

FRIEND, I.; PUCKETT, M. Dividends and stock prices. **The American Economic Review**, v. 54, n. 5, p. 656-682, 1964. Disp. em: www.jstor.org/stable/1818565. Acesso em 9 mar. 2019.

GENTRY, W. M.; KEMSLEY, D.; MAYER, C. J. Dividend Taxes and Share Prices: Evidence from Real Estate Investment Trusts. **The Journal of Finance**, v. 58, n.1, p. 261-288, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00524>. Acesso em 04 abr. 2019.

GORDON, M. J. Dividends, earning, and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959. DOI: <https://doi.org/10.2307/1927792>. Acesso em 22 ago. 2018.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963. DOI: <https://doi.org/10.2307/2977907>. Acesso em 15 ago. 2018.

GORDON, M. J.; SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: the required rate of profit. **Management Science**, v. 3, n. 1, p. 102-110, 1956. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>. Acesso em 21 fev. 2019.

GRAHAM, J. R.; KUMAR, A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p. 1305-1336, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00873.x>. Acesso em 15 fev. 2019.

GRANDO, T.; BRUNOZI JÚNIOR, A. C.; MACHADO, D. G.; ZANINI, F. Empresas Dual Class: Um Estudo do Impacto no Valor das Empresas Brasileiras. **Enfoque Reflexão Contábil**,

v. 35, n. 2, p. 67-86, 2016. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.30016>. Acesso em 12 dez. 2018.

GUJARATI; D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011

GUGLER, K. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, p. 1297-1321, 2003. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3). Acesso em 04 out 2018.

GUGLER, K.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review**, v. 47, n. 4, p. 731-758, 2003. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X). Acesso em 26 mar. 2019.

HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um Estudo sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, v. 21, n. 3, p. 15-48, jul./set. 2010. Disp. em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/963>. Acesso em 28 fev. 2019.

HAIR JR, J. F. *et al.* **Fundamentos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARADA, K.; NGUYEN, P. Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. **Journal of Finance**, v. 55, p. 1-33, 2006. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.953433>. Acesso em 26 mar. 2019.

HARDIN, W.; HILL, M. D. REIT Dividend determinants: excess dividends and capital market. **Real Estate Economics**, v. 36, n. 2, p. 349-369, 2008. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2008.00216.x>. Acesso em 26 mar. 2019.

HARKAVY, O. The relation between retained earnings and common stock prices for large, listed corporations. **Journal of Finance**, v.8, n.3, p. 283-297, 1953. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1953.tb01170.x>. Acesso em 9 mar. 2019.

HARRISON, J. S.; WICKS, A. C. Stakeholder theory, value, and firm performance. **Business Ethics Quarterly**, v. 23, n. 1, p. 97-124, 2013. DOI: <https://doi.org/10.5840/beq20132314>. Acesso em 11 jan. 2019.

HASHEMIJOO, M; ARDEKANI, A. F; YOUNESI, N. The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market. **Journal of Business Studies Quarterly**, v. 4, n. 1, p. 111-129, 2012. Disp. em: <https://poseidon01.ssrn.com>. Acesso em 9 mar. 2019.

HOLDER, M. E.; LANGREHR, F. W.; HEXTER, J. L. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of the stakeholder theory. **Financial Management**, v. 27, n. 3, p. 73-82, ago. 1998. DOI: <https://doi.org/10.2307/3666276>. Acesso em 26 mar. 2019.

HORVATH, L. Collaboration: the key to value creation in supply chain management. **Supply Chain Management: An International Journal**, v. 6, n. 5, p. 205-207, 2001. DOI: <https://doi.org/10.1108/EUM0000000006039>. Acesso em 28 mar. 2019.

IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E.; HITT, M. A. **Administração estratégica**. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

JAFHER, A.; HAMEED, M. Dividend policy and share price volatility: Evidence from Colombo stock market. **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, v. 8, n. 2, p. 97-108, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2016.077947>. Acesso em 9 mar. 2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em 22 ago. 2018.

KAMMLER, E. L.; ALVES, T. W. A teoria do “q” de Tobin e a previsão dos gastos com investimentos: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto. In: **Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD)**, Curitiba, 2004. Disp. em: www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2004-ccg-1633.pdf. Acesso em 28 nov. 2018.

KAYO, E. K.; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 3, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-6552006000300005>. Acesso em 12 jan. 2019.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: EPU, 1980.

KIM, S.; PARK, S. H.; SUH, J. A J-shaped cross-sectional relationship between dividends and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 857-877, 2016. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.010>. Acesso em 19 out. 2018.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: The separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1985. DOI: <https://doi.org/10.1086/467040>. Acesso em 14 abr. 2019.

KOCH, P. D.; SHENOY, C. The Information Content of Dividends and Capital Structure Policies. **Financial Management**, v. 28, n. 4, p. 16-35, 1999. DOI: <https://doi.org/10.2307/3666301>. Acesso em 21 set. 2018.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHINY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9). Acesso em 28 fev. 2019.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun. 2002. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>. Acesso em 28 fev. 2019.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, jan./abr. 2002. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>. Acesso em 20 jan. 2019.

LEE, D. E.; TOMPKINS, J. G. A modified version of the Lewellen and Badrinath of Tobin's. **Financial Management**, v. 28, n. 1, p. 20-31, 1999. DOI: <https://doi.org/10.2307/3666114>. Acesso em 19 set. 2018.

LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q ratio and industrial organization. **The Journal of Business**, v. 54, n. 1, 1981. DOI: <https://doi.org/10.1086/296120>. Acesso em 19 set. 2018.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, v. 46 n. 2, p. 97-113, 1956. Disp em <https://www.jstor.org/stable/pdf/1910664.pdf>. Acesso em 20 ago. 2018.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? **The Journal of Finance**, v. 37, n. 2, p. 429-443, 1982. DOI: <https://doi.org/10.2307/2327346>. Acesso em 9 mar. 2019.

LIU, N.; ESPAHBODI, R. Does dividend policy drive earnings smoothing? **Accounting Horizons**, v. 28, n. 3, p. 501-528, 2014. DOI: <https://doi.org/10.2308/acch-50764>. Acesso em 02 fev. 2019.

LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. **The Financial Review**, v. 20, n. 3, p. 78-78, 1985. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1985.tb00256.x>. Acesso em 26 mar. 2019.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O Inter-relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos: Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras Negociadas na Bovespa. **Revista de Controladoria e Finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 52-66, jan/abr. 2006. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>. Acesso em 17 jul. 2018.

LUKAS, B. A.; WHITWELL; G. J.; DOYLE, P. How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence? **Journal of Business Research**, v. 58, n. 4, p. 414-422, 2005. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00136-X](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00136-X). Acesso em 28 mar. 2019.

MANNEH, M. A.; NASSER, K. Determinants of corporate dividends policy: evidence from an emerging economy. **International Journal of Economics and Finance**, v. 7, n. 7, p. 229-238, 2015. DOI: <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n7p229>. Acesso em 26 mar. 2019.

MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, jul./ago. 2015. DOI: <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>. Acesso em 17 fev. 2019.

MARTINS, A. I.; FAMA, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan./fev. 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>. Acesso em 9 nov. 2018.

MATOS, P. **Uma avaliação de “Dual Class Shares” no Brasil**. CFA Society Brazil, 2016.

MAURY, C.; PAJUSTE, A. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. **Finnish Journal of Business Economics**, v. 51, p. 15-45, 2002. Disp. em: www.researchgate.net/publication/291736083_Controlling_shareholders_agency_problems_and_dividend_policy_in_Finland. Acesso em 26 mar. 2019.

MEGLIORINI, E. **Lucros distribuídos: fator de atratividade para investimento em ações**. Osasco: Fundação Instituto Tecnológico de Osasco, 1998.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, Out. 1961. DOI: <https://doi.org/10.1086/294442>. Acesso em 12 nov. 2018.

MINAYO, M. C. S. **O desafio do conhecimento. Pesquisa qualitativa em saúde**. São Paulo: HUCITEC, 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 422-443, Jun. 1963. Disp. em: www2.bc.edu. Acesso em 13 ago. 2018.

MOLLER, D. H.; VITAL, T. Perspectivas Brasileiras Face às Crises Financeiras Pós-Plano Real. **Análise Econômica**, v. 34, n. 66, p. 119-147, 2016. DOI: <https://doi.org/10.22456/2176-5456.47984>. Acesso em 14 dez. 2019.

MOSER, W. J.; PUCKETT, A. Dividend Tax Clienteles: Evidence from Tax Law Changes. **The Journal of the American Taxation Association**, v. 31, n. 1, p. 1-22, 2009. DOI: <https://doi.org/10.2308/jata.2009.31.1.1>. Acesso em 20 dez. 2018.

NARANJO, A.; NIMALENDRAN, M.; RYNGAERT, M. Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 2029-2057, 1998. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00082>. Acesso em 17 ago. 2018.

NAZIR, M. S.; NAWAZ, M. M.; ANWAR, W.; AHMED, F. Determinants of Stock Price Volatility in Karachi Stock Exchange: The Mediating Role of Corporate Dividend Policy. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 55, p. 100-107, Nov. 2010. Disp. em: www.researchgate.net/. Acesso em 9 mar. 2019.

NISHAT, M.; IRFAN, C. M. Dividend policy and stock price volatility in Pakistan. **Annual General Meeting And Conference Of The Pakistan Society Of Development Economists**,

v. 19, 2004. Disp. em: www.researchgate.net/publication/243463778_DIVIDEND_POLICY_AND_STOCK_PRICE_VOLATILITY_in_Pakistan. Acesso em 9 mar. 2019.

NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. O q de Tobin e o setor siderúrgico: um estudo das companhias abertas brasileiras e norte-americanas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 35, p. 156-170, abr./jun. 2010. Disp. em: www.spell.org.br. Acesso em 20 set. 2018.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, n. 2, p. 135-143, abr./maio/jun. 2003. Disp em <https://pesquisa-eaesp.fgv.br>. Acesso em 12 jun. 2018

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>. Acesso em 22 mai. 2018.

OHLSON, J. A.; KIM, S. Linear Valuation without OLS: The Theil-Sen Estimation Approach. **SSRN Electronic Journal** (online), 2014. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2276927>. Acesso em 11 mar. 2019.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007. Disp. em: www.researchgate.net/publication/26503621_Estrutura_de_Propriedade_e_Desempenho_Corporativo_no_Brasil. Acesso em 20 jan. 2019.

PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2725-2751, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>. Acesso em 11 set. 2018.

PORTER, M. E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

POVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Homogeneidade versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 19-32, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100003>. Acesso em 21 fev. 2019.

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. 1994. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Depto. de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disp em bdpi.usp.br/item/000740323. Acesso em 19 set. 2018

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**. São Paulo: Atlas, 2001.

RASHID, A.; RAHMAN, A. Z. Dividend policy and stock price volatility: Evidence from Bangladesh. **Journal of Applied Business and Economics**, v. 8, n. 4, p. 71-81, 2008. Disp. em: <http://www.na-businesspress.com/JABE/RashidWeb.pdf>. Acesso em 9 mar 2019.

RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 1-2, p. 15-25, 2010. Disp. em: www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-44642010000100003. Acesso em 30 abr. 2019.

RIBEIRO, R. S. As 38 empresas listadas em Bolsa que estão “nas mãos” do governo. **Infomoney.com** (online), out. 2018. Disp. em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/7736314/as-38-empresas-listadas-em-bolsa-que-estao-nas-maos-do-governo>. Acesso em 15 fev. 2019.

RODRIGUES, R. L.; AMBROZINI, M. A. **Teoria de Agência e políticas de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2000 a 2013**. Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia. Rio de Janeiro, ANPEC: 2016. Disp. em www.anpec.org.br. Acesso em 15 mai. 2018.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2ª. ed, 7ª. reimp. São Paulo: Atlas, 2008.

SAHAY, B. S. Supply chain collaboration: the key to value creation. **Work Study**, v. 52 n. 2, p. 76-83, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1108/00438020310462872>. Acesso em 28 mar. 2019.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86. São Paulo, jun. 2008. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200007>. Acesso em 15 fev. 2019.

SANTOS, J. F.; GALVÃO, K. S. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista FAE**, v. 18, n. 1, p. 52-69, 2015. Disp. em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31>. Acesso em 22 nov. 2019.

SANTOS, L. M.; COSTA, D. F.; ALBERTO, J. G. C.; GONÇALVES, M. A.; FARIA, E. R. Análise do q de Tobin como determinante do investimento das empresas brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**. Belo Horizonte: v. 10, n. 3, p. 65-82, jul./set. 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.21714/1984-6975FACES2011V10N3ART635>. Acesso em 19 set. 2018.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. 23ª. ed. rev. e atual. São Paulo: Cortez, 2007

SHAVELL, S. Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. **Bell Journal of Economics**, v. 10, p. 55-73, 1979. DOI: <https://doi.org/10.2307/3003319>. Acesso em 26 mar. 2019.

SHEFRIN, H. M.; STATMAN, M. Explaining investor preference for cash dividends. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 253-282, 1984. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90025-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90025-4). Acesso em 11 nov. 2018.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986. DOI: <https://doi.org/10.1086/261385>. Acesso em 30 ago. 2018.

SILVA JÚNIOR, C. P.; MACHADO, M. A. A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Universidade Federal do Paraná, v. 7, n.3, p. 8-20, set./dez. 2015. DOI: <https://doi.org/10.5380/rcc.v7i3.36698>. Acesso em 27 fev. 2019.

SILVA, S. F.; FORMENTINI, B. F.; REINA, D.; SARLO NETO, A. Empresas que distribuem dividendos e adotam governança corporativa tem retornos anormais em suas ações? **Revista Ambiente Contábil**. V. 8., n. 2, p. 233 – 248. Natal, RN: jul./dez. 2016. Disp em <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/7153>. Acesso em 13 jun. 2018.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004. Disp. em:

www.spell.org.br/documentos/ver/16822/efeito-dos-acionistas-controladores-no-valor-das-companhias-abertas-brasileiras. Acesso em: 28 fev. 2019.

SKINNER, D.; SOLTES, E. What do dividends tell us about earnings quality? **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 1, p. 1-28, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>. Acesso em 3 mar. 2019.

SMITH, R. The world's biggest economies in 2018. **World Economic Forum**. 18 abr. 2018. Disp. em: <https://www.weforum.org/agenda/2018/04/the-worlds-biggest-economies-in-2018/>. Acesso em 14 jan. 2019.

SORENSEN, E. H.; WILLIAMSON, D. A. Some Evidence on the Value of Dividend Discount Model. **Financial Analysis Journal**, v. 41, n. 6, p. 60-69, 1985. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v41.n6.60>. Acesso em 11 set. 2018.

TESOURO. Tesouro Direto – Balanços e Estatísticas. **Tesouro Nacional** (online), dez. 2018. Disp. em: <http://www.tesouro.gov.br/pt/balanco-e-estatisticas>. Acesso em 15 fev. 2019.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969. DOI: <https://doi.org/10.2307/1991374>. Acesso em 3 set. 2018.

VAN HORNE, J. C. **Financial management and policy**. 11 ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1998.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças** (Online), v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016. DOI: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v14n1.2016.53448>. Acesso em 17 jul. 2018.

VIANA JÚNIOR, D. B. C.; MARQUES, D. B.; DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R. A influência da política de dividendos sobre o valor de mercado: evidências em empresas brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**. V. 20, n. 2, p. 175-194. Brasília: mai./ago. 2017. DOI: https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n2a1. Acesso em 18 set. 2018.

WEBER, R. A. **Política de dividendos no setor bancário brasileiro**. 2008. 104f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

WOODRUFF, R. B. Customer Value: the next source for competitive advantage. **Journal of the Academy Marketing Science**, v. 25, n. 139, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF02894350>. Acesso em 28 mar. 2019.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. Influência da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017. DOI: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i3.3844>. Acesso em 05 mai. 2019.

ANEXO I

Estatística descritiva anualizada, por grupo *DIVx*.

Ano	DIVx	q de Tobin	DIV	EBITDA	RETE	CV	ROA	TA	CASH**	INV	AlaFIN	EST	n
1996	DIV0	0,4197	0,0000	-0,0232	0,0000	-0,0029	-9,5405	5,3209		0,0133	2,9633	0,0901	29
	DIV1	0,4680	0,0012	-0,0052	0,0026	0,0707	0,2941	5,9033		0,1859	0,0834	0,1358	10
	DIV2	0,4009	0,0089	0,0123	0,0163	0,0224	2,7254	6,3041		0,0615	1,2934	0,0623	10
	DIV3	0,5852	0,0168	0,0380	0,0246	0,0558	3,7241	6,3842		0,1061	1,3624	0,0853	10
	DIV4	0,5956	0,0219	0,0037	0,0072	0,0387	7,2960	5,6808		0,0641	3,2231	0,0902	10
	DIV5	0,8588	0,0348	0,0433	0,0137	0,2070	9,7105	5,4354		0,1903	2,1419	0,1196	12
1997	DIV0	0,3732	0,0000	0,0062	0,0000	0,0572	-3,7475	5,5838		0,0129	3,5858	0,1099	23
	DIV1	0,4450	0,0028	0,0075	0,0006	0,0122	0,2958	5,4519		0,0330	0,4723	0,0971	11
	DIV2	0,5295	0,0094	0,0119	0,0147	0,0839	3,4222	6,0566		0,1419	1,5234	0,0967	11
	DIV3	0,4371	0,0148	0,0304	0,0182	0,0254	4,6830	6,3760		0,0835	1,4872	0,1026	11
	DIV4	0,6325	0,0219	0,0163	0,0184	0,0396	4,4687	6,8714		0,0712	1,4998	0,0342	11
	DIV5	0,8349	0,0431	0,0334	0,0131	0,1364	9,8640	5,5237		0,1830	2,2144	0,0794	12
1998	DIV0	0,3834	0,0000	-0,0160	0,0000	0,0000	-2,6875	5,5719		-0,0024	1,9129	0,0940	26
	DIV1	0,3436	0,0025	0,0090	0,0054	0,0116	0,1908	6,0559		0,0373	0,5093	0,0481	11
	DIV2	0,4502	0,0140	0,0098	0,0205	0,0058	4,1385	6,4436		0,0473	1,9632	0,0955	11
	DIV3	0,4031	0,0199	0,0077	0,0208	0,0587	6,4225	6,0558		0,0817	2,0839	0,0906	11
	DIV4	0,5111	0,0297	0,0245	0,0019	0,0773	5,9072	5,6555		0,0370	1,5813	0,0568	11
	DIV5	0,5054	0,0498	0,0376	-0,0050	0,0515	7,9604	5,8911		0,0399	1,8086	0,0673	11
1999	DIV0	0,3942	0,0000	0,0116	0,0000	0,0307	-3,4009	5,4642		0,0535	-0,6188	0,0582	38
	DIV1	0,4208	0,0028	0,0260	0,0004	0,1380	0,1475	6,3747		0,0199	0,1947	0,0932	13
	DIV2	0,5858	0,0080	0,0035	0,0113	0,1179	2,4983	5,7940		0,1288	0,6035	0,0991	13
	DIV3	0,7024	0,0159	0,0686	0,0019	0,1529	4,8691	6,0617		0,1341	1,2536	0,1213	13
	DIV4	0,5879	0,0238	0,0559	0,0057	0,1156	8,3375	5,6169		0,0885	1,1734	0,1153	13
	DIV5	0,7502	0,0444	0,0468	0,0159	0,0931	8,3330	5,7041		0,1129	1,2176	0,0437	15
2000	DIV0	0,4002	0,0000	0,0008	-0,0201	0,0713	-2,1971	5,4982		0,0537	0,4864	0,0493	34
	DIV1	0,4479	0,0055	0,0164	0,0138	0,0900	1,8050	5,9559		0,0656	0,7020	0,0928	13
	DIV2	0,5670	0,0132	0,0292	0,0348	0,0557	3,4802	6,1197		0,1238	1,0969	0,0124	13

	DIV3	0,5857	0,0208	0,0369	0,0544	0,1299	5,8111	6,5957	0,1002	1,4647	0,1254	13
	DIV4	0,6232	0,0323	0,0196	0,0565	0,1375	5,6504	6,3042	0,0872	1,4938	0,0458	13
	DIV5	0,6665	0,0527	0,0254	0,1265	0,1087	12,7568	5,9961	0,1303	1,6632	0,0979	15
2001	DIV0	0,3498	0,0000	0,0201	0,0000	0,0385	-1,4825	5,5749	0,0347	0,5698	0,0495	33
	DIV1	0,4255	0,0053	0,0103	0,0014	0,0833	1,7390	5,8592	0,0958	0,8981	0,0915	14
	DIV2	0,5500	0,0150	0,0128	0,0027	0,0513	3,3613	6,6005	0,1041	1,1555	0,0308	14
	DIV3	0,6215	0,0216	0,0291	0,0280	0,0708	5,5185	5,8195	0,0836	1,3268	0,1391	14
	DIV4	0,6353	0,0341	0,0433	0,0317	0,1061	8,6251	5,6599	0,1020	1,3069	0,0476	14
	DIV5	0,7202	0,0535	0,0277	0,0130	0,0888	11,7805	6,2905	0,0975	1,5907	0,1241	13
2002	DIV0	0,3895	0,0000	-0,0172	0,0000	0,0265	-4,2657	5,6176	0,0534	0,2531	0,0546	41
	DIV1	0,3998	0,0027	0,0060	0,0002	0,0432	0,6630	6,4008	0,1655	0,2447	0,0353	12
	DIV2	0,6444	0,0147	0,0134	0,0085	0,0585	4,8212	6,2801	0,1373	1,2979	0,1135	12
	DIV3	0,5735	0,0227	0,0390	0,0099	0,1080	5,9558	6,5239	0,1381	1,2437	0,1181	12
	DIV4	0,5069	0,0325	0,0172	0,0133	0,0861	5,9039	6,0873	0,0751	1,4466	0,1345	12
	DIV5	0,8503	0,0593	0,0137	0,0038	0,1033	12,2032	5,8249	0,1092	1,7773	0,0943	11
2003	DIV0	0,4293	0,0000	-0,0129	0,0000	0,0268	-3,4210	5,7440	0,0160	1,2262	0,0385	40
	DIV1	0,4233	0,0049	0,0064	0,0059	0,1309	2,3119	6,3499	0,0409	1,2561	0,0829	15
	DIV2	0,7521	0,0193	0,0014	0,0315	0,0551	4,9617	5,7953	0,0184	1,7988	0,2220	15
	DIV3	0,7206	0,0273	0,0100	0,0486	0,1202	8,7411	6,2140	0,0144	1,7648	0,1156	15
	DIV4	0,8569	0,0381	0,0364	0,0332	0,1950	7,5081	6,0353	0,0854	1,4683	0,0763	15
	DIV5	1,0748	0,0775	0,0515	0,0091	0,0916	12,8383	6,2840	0,0914	1,7652	0,0644	13
2004	DIV0	0,4302	0,0000	0,0219	0,0000	0,0512	-0,5798	5,5245	0,0729	0,2561	0,0489	41
	DIV1	0,5127	0,0066	0,0318	0,0099	0,1466	2,7438	6,4078	0,1180	1,2581	0,0959	17
	DIV2	0,5729	0,0174	0,0112	0,0313	0,1276	6,0917	6,3323	0,0590	1,4187	0,1031	17
	DIV3	1,1007	0,0322	0,0367	0,0323	0,1642	8,9141	6,0865	0,1244	1,9620	0,1321	17
	DIV4	0,9619	0,0493	0,0673	0,0449	0,2131	14,9163	5,8536	0,1152	1,6268	0,2143	17
	DIV5	1,2954	0,0922	0,0622	0,0073	0,1189	12,0622	6,2076	0,1206	1,6871	0,0935	16
2005	DIV0	0,5623	0,0000	-0,0181	0,0000	0,0449	-2,8810	5,6903	0,0274	0,9305	0,0478	38
	DIV1	0,5883	0,0062	-0,0051	0,0145	0,0147	2,3803	6,2865	0,1010	1,1147	0,1197	18
	DIV2	0,6804	0,0215	-0,0053	0,0326	0,0545	6,3129	5,7538	0,1334	1,8785	0,1407	18
	DIV3	1,2187	0,0370	0,0212	0,0368	0,0759	10,3169	6,2062	0,1013	1,9032	0,1057	18
	DIV4	1,0658	0,0552	0,0170	0,0031	0,0752	14,4331	6,5094	0,1457	1,8900	0,0654	18
	DIV5	1,0454	0,1264	0,0159	-0,0017	0,0495	11,6681	6,2583	0,0055	1,8934	0,0585	16
2006	DIV0	0,6199	0,0000	0,0041	0,0000	0,0000	-2,2742	5,6109	0,0125	0,0106	0,0681	38

	DIV1	0,7334	0,0036	0,0018	0,0069	0,0267	0,8989	5,9491		0,1251	0,7752	0,1078	20
	DIV2	0,8834	0,0153	0,0058	0,0260	0,0368	4,3577	6,4581		0,0612	1,8460	0,0319	20
	DIV3	1,4221	0,0313	0,0199	0,0221	0,0494	8,2741	6,5562		0,1196	1,9263	0,0661	20
	DIV4	1,4162	0,0479	0,0232	0,0088	0,0635	10,9038	6,2604		0,1161	2,0626	0,1160	20
	DIV5	1,5623	0,1085	0,0373	0,0049	0,0561	11,5049	6,1985		0,0789	2,3718	0,0042	20
2007	DIV0	1,0037	0,0000	0,0167	0,0000	0,0489	-1,2088	5,7066		0,0583	0,2022	0,0691	47
	DIV1	1,3188	0,0053	0,0164	0,0030	0,1205	1,8869	6,1355		0,0842	1,1309	0,1528	25
	DIV2	1,2895	0,0140	0,0215	0,0196	0,1250	4,7962	6,2229		0,2196	2,0312	0,1305	25
	DIV3	1,3681	0,0233	0,0304	0,0211	0,0760	7,9475	6,1587		0,1388	1,8615	0,1328	25
	DIV4	1,7080	0,0451	0,0355	0,0255	0,0841	8,9831	6,3110		0,1593	2,0895	0,0489	25
	DIV5	1,7202	0,1108	0,0351	0,0027	0,0492	12,4857	6,4339		0,0476	2,1740	0,0037	23
2008	DIV0	0,6423	0,0000	0,0418	0,0000	0,0840	-1,2274	5,7509		0,1401	0,6374	0,0994	49
	DIV1	0,6311	0,0032	0,0336	0,0000	0,1248	1,3909	6,2768		0,1364	1,2480	0,1447	25
	DIV2	0,7424	0,0109	0,0320	0,0174	0,1612	4,1141	6,2081		0,1621	1,5332	0,1234	25
	DIV3	0,6227	0,0197	0,0256	0,0318	0,1443	6,5142	6,0546		0,1281	1,9154	0,1671	25
	DIV4	0,7967	0,0355	0,0314	0,0192	0,1304	8,2423	6,7041		0,1557	1,7900	0,0575	25
	DIV5	1,2048	0,0936	0,0290	0,0296	0,0755	13,2576	6,5084		0,0897	2,3138	0,0063	24
2009	DIV0	0,8983	0,0000	0,0186	0,0000	0,0116	1,9199	5,8807		0,0491	1,8301	0,1020	58
	DIV1	0,8811	0,0029	0,0038	0,0148	0,0106	3,1592	6,5210		0,0266	2,0279	0,1310	25
	DIV2	1,0187	0,0104	-0,0117	0,0212	0,0132	2,1297	6,3663		0,0694	1,6294	0,1259	25
	DIV3	1,1465	0,0214	0,0011	0,0234	0,0304	6,8132	6,1011		0,0718	1,8870	0,0850	25
	DIV4	1,2924	0,0393	-0,0081	0,0296	0,0115	8,0930	6,1769		0,0627	2,1649	0,0309	25
	DIV5	1,4581	0,0854	-0,0081	0,0072	0,0500	9,6069	6,5831		0,0340	2,1401	0,0045	23
2010	DIV0	0,8287	0,0000	-0,0073	0,0000	0,0670	-2,2649	5,8883	0,0284	0,2076	1,3506	0,0725	43
	DIV1	0,8281	0,0033	0,0264	0,0083	0,1018	2,2665	6,5002	0,0354	0,2160	1,4245	0,0951	28
	DIV2	0,9212	0,0100	0,0263	0,0267	0,1454	5,5626	6,4878	0,0817	0,2451	1,6900	0,0967	28
	DIV3	0,9398	0,0207	0,0348	0,0370	0,1107	6,3976	6,6429	0,0811	0,1398	1,7086	0,0730	28
	DIV4	1,2575	0,0322	0,0274	0,0530	0,0865	7,8234	6,1673	0,1035	0,1783	1,7108	0,0970	28
	DIV5	1,6587	0,0829	0,0339	0,0583	0,1343	13,1323	6,4880	0,0536	0,1200	1,9622	0,0028	29
2011	DIV0	0,7061	0,0000	0,0056	0,0000	0,0455	-2,7112	5,8914	0,0201	0,0652	0,9149	0,0740	44
	DIV1	0,6713	0,0042	0,0090	0,0000	0,0311	1,3358	6,5359	0,0669	0,1142	1,1841	0,0446	30
	DIV2	0,6947	0,0113	-0,0030	0,0189	0,0487	3,4341	6,5507	0,0533	0,1008	1,6138	0,1523	30
	DIV3	0,8372	0,0191	0,0051	0,0342	0,0683	5,6559	6,5901	0,0801	0,1078	1,9036	0,1047	30
	DIV4	1,2169	0,0419	0,0049	0,0116	0,0658	6,9140	6,3923	0,0775	0,1070	1,8279	0,1034	30

	DIV5	1,7102	0,0880	0,0213	0,0268	0,0553	11,0880	6,5001	0,0622	0,0779	1,9138	0,0042	30
2012	DIV0	0,6432	0,0000	0,0042	0,0000	0,0280	-4,7193	6,0120	0,0420	0,0109	0,8429	0,0651	57
	DIV1	0,7236	0,0027	0,0134	0,0000	0,0722	0,5104	6,4026	0,0519	0,1110	0,9948	0,1386	30
	DIV2	0,8308	0,0100	0,0035	0,0186	0,0558	3,1102	6,5503	0,0579	0,1017	1,5639	0,1324	30
	DIV3	0,9222	0,0184	0,0080	0,0174	0,0522	5,3348	6,5750	0,0695	0,0642	1,7028	0,0413	30
	DIV4	1,0632	0,0359	0,0132	0,0275	0,0710	6,2404	6,8219	0,0455	0,0890	1,8463	0,0280	30
	DIV5	2,0682	0,0889	0,0129	0,0122	0,0659	11,0666	6,3500	0,0838	0,0606	1,7188	0,0067	28
2013	DIV0	0,6367	0,0000	0,0151	0,0000	0,0232	-3,7992	6,0879	0,0315	0,0297	1,2126	0,0524	66
	DIV1	0,6885	0,0025	0,0166	0,0062	0,0351	1,0718	6,6295	0,0516	0,0459	1,3978	0,0752	29
	DIV2	0,8690	0,0108	0,0106	0,0169	0,0709	2,9094	6,6817	0,0669	0,0589	1,6120	0,1399	29
	DIV3	1,0177	0,0191	0,0185	0,0227	0,0619	6,2015	6,4214	0,0573	0,0762	1,7208	0,0669	29
	DIV4	1,1045	0,0326	0,0128	0,0216	0,0374	6,0171	6,7425	0,0654	0,0956	1,5660	0,0331	29
	DIV5	1,6492	0,0851	0,0089	-0,0017	0,0382	9,7476	6,3852	0,1083	0,0308	1,6308	0,0051	29
2014	DIV0	0,6490	0,0000	-0,0053	0,0000	0,0023	-5,7889	5,9911	0,0242	0,0060	0,5145	0,0681	63
	DIV1	0,5505	0,0034	0,0047	-0,0002	0,0177	0,4061	6,6698	0,0511	0,0493	1,1391	0,0564	30
	DIV2	0,7059	0,0087	0,0082	0,0126	0,0558	1,9615	6,6546	0,0592	0,0791	1,7415	0,0867	30
	DIV3	0,7802	0,0181	0,0003	0,0045	0,0070	5,1979	6,4972	0,0586	0,0629	1,5919	0,1107	30
	DIV4	1,0181	0,0286	0,0032	0,0206	0,0577	5,1309	6,6492	0,0842	0,0809	1,8072	0,0589	30
	DIV5	1,2882	0,0967	0,0107	-0,0030	0,0456	8,9626	6,5848	0,0903	0,0464	1,7457	0,0024	31
2015	DIV0	0,5489	0,0000	0,0016	0,0000	0,0000	-7,8957	5,9821	0,0172	0,0403	0,1445	0,0691	65
	DIV1	0,5280	0,0019	-0,0057	-0,0008	0,0298	-0,2576	6,8091	0,0787	0,0810	1,1299	0,0189	28
	DIV2	0,6533	0,0094	0,0046	0,0136	0,0178	2,4049	6,6899	0,0525	0,0491	1,0466	0,0500	28
	DIV3	0,7206	0,0149	-0,0158	0,0008	0,0342	4,1024	6,8034	0,0924	0,0646	1,8240	0,0896	28
	DIV4	0,8495	0,0303	0,0006	0,0235	0,0475	5,7517	6,6891	0,0666	0,1093	1,6909	0,0570	28
	DIV5	1,1969	0,0677	-0,0029	0,0038	0,0244	7,1318	6,4545	0,0602	0,0743	1,7347	0,0159	30
2016	DIV0	0,6266	0,0000	0,0052	0,0000	-0,0037	-4,7445	5,9932	0,0219	-0,0527	-0,3969	0,0896	71
	DIV1	0,5667	0,0004	-0,0039	-0,0003	-0,0256	-1,1529	6,8916	0,0920	0,0027	1,4396	0,0898	29
	DIV2	0,6868	0,0057	0,0070	0,0032	-0,0062	2,0591	6,7006	0,0466	-0,0007	1,2642	0,0852	29
	DIV3	0,6524	0,0121	-0,0032	0,0025	-0,0066	3,1142	6,7423	0,0479	0,0356	1,6218	0,0299	29
	DIV4	1,1610	0,0259	0,0118	0,0212	0,0218	6,1403	6,7528	0,0907	0,0547	1,4731	0,0622	29
	DIV5	1,6096	0,0807	0,0009	-0,0032	0,0059	8,6792	6,5551	0,1044	-0,0326	1,7584	0,0073	27
2017	DIV0	0,7207	0,0000	0,0079	0,0000	-0,0026	-2,6838	6,0296	0,0217	-0,0159	0,2416	0,0846	84
	DIV1	0,6883	0,0008	0,0198	-0,0003	0,0407	-0,3140	7,1039	0,0602	0,0418	0,6139	0,0859	28
	DIV2	0,9457	0,0059	0,0160	0,0032	0,0829	2,7465	6,6334	0,0758	0,0794	1,7205	0,0907	28

	DIV3	0,8788	0,0142	0,0201	0,0025	0,0422	4,9494	6,9166	0,0652	0,0766	1,6865	0,0268	28
	DIV4	1,1778	0,0295	0,0191	0,0212	0,0480	6,5577	6,7098	0,0769	0,0661	1,6640	0,0119	28
	DIV5	1,5298	0,0672	0,0095	-0,0032	0,0290	8,8353	6,8098	0,0968	0,0347	1,7389	0,0088	29
2018	DIV0	0,6781	0,0000	0,0224	0,0000	0,0127	-7,6166	5,9985	0,0263	0,0146	1,1953	0,0739	80
	DIV1	0,7020	0,0016	0,0134	0,0000	0,0341	1,0034	7,0140	0,0505	0,0446	1,1850	0,0230	29
	DIV2	0,8805	0,0123	0,0247	0,0209	0,0782	4,4534	6,9569	0,0564	0,0931	2,1387	0,0032	29
	DIV3	0,9124	0,0207	0,0058	0,0122	0,0739	5,0795	6,5934	0,0608	0,0950	1,7895	0,0961	29
	DIV4	1,0126	0,0349	0,0146	0,0244	0,0609	7,0628	6,8910	0,0937	0,0632	1,8008	0,0407	29
	DIV5	1,4032	0,0775	0,0222	0,0428	0,0487	11,1948	6,5959	0,0499	0,0652	1,5412	0,0039	31

ANEXO II

Mediana e frequência das variáveis por grupo *DIVx*, por setor

Setor Economatica	q de Tobin	DIV	EBITDA	RETE	CV	ROA	TA	CASH	INV	AlaFIN	EST
	DIV0										
Agro e Pesca	0,8184	-	- 0,0217	-	0,0043	- 8,6577	5,2611	0,0166	- 0,0084	2,4633	0,0987
	25	25	23	25	25	25	25	19	25	25	25
Alimentos e Beb	0,7153	-	- 0,0082	-	0,0933	- 5,0966	5,2858	0,0507	0,0465	0,4357	0,0733
	48	48	47	48	48	48	48	26	48	48	48
Comércio	0,7642	-	0,0194	-	0,0572	- 2,7087	6,1418	0,0652	0,0499	- 0,1937	0,0974
	44	44	41	44	44	44	44	31	44	44	44
Construção	0,5549	-	0,0022	-	0,0000	- 1,0347	6,2873	0,0197	- 0,0009	2,1784	0,1887
	110	110	104	109	109	110	110	62	109	110	110
Eletroeletrônico	0,5355	-	0,0604	-	0,0211	- 5,3247	5,7886	0,0263	0,0441	0,2392	0,2419
	13	13	8	13	13	13	13	7	13	13	13
Energia Elétrica	0,4941	-	0,0048	-	0,0292	- 0,9309	6,5156	0,0245	0,0511	1,2958	0,0026
	160	160	142	159	159	160	160	52	159	160	160
Minerais não Met	0,6728	-	- 0,0105	-	0,0637	- 3,1061	5,6065	0,0175	0,0429	- 0,1672	0,1725
	14	14	7	14	14	14	14	5	14	14	14
Mineração	0,7216	-	- 0,0475	-	-	- 10,8532	5,8494	0,0133	- 0,3404	- 0,0524	0,0001
	20	20	19	19	19	20	20	16	19	20	20
Máquinas Indust	0,7143	-	0,0118	-	- 0,0037	- 8,4126	5,9149	0,0507	- 0,0196	- 0,6716	0,1276
	19	19	14	19	19	19	19	15	19	19	19
Outros	0,5126	-	0,0040	-	0,0281	- 3,0189	5,7142	0,0227	0,0399	0,9115	0,0554
	229	229	215	225	223	228	229	121	225	228	229
Papel e Celulose	0,2160	-	- 0,0013	-	0,0188	- 0,4374	5,9907	0,0020	0,0244	0,3083	0,0301
	11	11	10	10	10	11	11	3	10	11	11
Petróleo e Gas	0,8996	-	0,0220	-	0,0078	- 10,6915	6,0301	0,0102	0,0474	0,7988	0,0362
	32	32	30	31	31	31	32	24	31	31	32
Química	0,6175	-	0,0059	-	0,0449	- 1,1314	5,8005	0,0267	0,0372	- 0,0400	0,1236
	39	39	37	38	38	39	39	23	38	39	39
Siderur & Metalu	0,6505	-	0,0066	-	0,0182	- 4,5018	5,8138	0,0170	0,0279	- 0,0286	0,1143

	99	99	97	99	99	99	99	52	99	99	99
Telecomunicações	0,1863	-	- 0,0008	-	-	- 3,0998	5,4661	0,4839	0,0534	- 1,2999	-
	17	17	13	17	17	17	17	6	17	17	17
Textil	0,5558	-	0,0052	-	0,0062	- 4,5232	5,6067	0,0431	0,0077	1,0966	0,1477
	108	108	105	108	108	108	108	51	108	108	108
Transporte Servi	0,8946	-	0,0190	-	0,0449	0,1454	6,3673	0,0435	0,1011	0,1960	0,0066
	19	19	19	19	19	19	19	15	19	19	19
Veículos e peças	0,5770	-	0,0062	-	0,0295	- 7,1681	5,2998	0,0076	0,0266	- 0,6154	0,0914
	101	101	101	101	101	101	101	43	101	101	101
Total	0,5903	-	0,0047	-	0,0181	- 2,9951	5,8497	0,0245	0,0337	0,7668	0,0678
	1108	1108	1032	1098	1096	1106	1108	571	1098	1106	1108
	DIVI										
Agro e Pesca	0,7003	0,0040	0,0191	0,0119	0,0410	2,0739	6,5241	0,0643	0,1293	1,2061	0,1177
	6	6	5	6	6	6	6	4	6	6	6
Alimentos e Beb	0,8208	0,0033	0,0095	0,0004	0,0937	0,9792	6,6910	0,0860	0,1569	0,7964	0,1031
	32	32	31	32	32	32	32	20	32	32	32
Comércio	0,8678	0,0039	0,0098	0,0028	0,1223	1,9994	6,8622	0,0952	0,0842	1,3039	0,1612
	39	39	39	39	39	39	39	23	39	39	39
Construção	0,7539	0,0053	0,0115	0,0081	0,0898	2,7438	6,2552	0,0437	0,2312	2,1269	0,2301
	37	37	34	36	36	37	37	17	36	37	37
Eletroeletrônico	0,4263	0,0030	- 0,0018	0,0062	0,0472	0,8294	6,4428	0,1275	0,0027	0,7134	0,2317
	9	9	9	9	9	9	9	5	9	9	9
Energia Elétrica	0,4803	0,0027	0,0115	0,0034	0,0352	1,2333	6,8458	0,0302	0,0617	1,0739	0,0027
	95	95	84	91	91	95	95	50	91	95	95
Minerais não Met	0,6382	0,0048	0,0201	0,0098	0,0615	1,2497	5,8503	0,0420	0,0751	1,0312	0,1542
	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Máquinas Indust	0,6109	0,0008	- 0,0160	- 0,0020	- 0,0115	- 1,0924	6,0607	0,1110	- 0,0797	2,3466	0,1965
	8	8	8	8	8	8	8	7	8	8	8
Outros	0,5977	0,0029	0,0118	0,0006	0,0474	1,6639	6,1791	0,0516	0,0657	0,9032	0,0132
	44	44	42	42	42	44	44	22	42	44	44
Papel e Celulose	0,7315	0,0028	0,0079	- 0,0017	0,0482	0,1380	6,5216	0,0866	0,1159	0,1380	0,0481
	23	23	22	23	23	23	23	9	23	23	23
Petróleo e Gas	0,9332	0,0006	0,0183	0,0019	0,0571	3,1027	6,4361	0,0896	0,0331	0,4171	0,0338
	7	7	7	7	7	7	7	5	7	7	7

Química	0,7316 18	0,0026 18	0,0125 18	0,0003 18	0,0781 18	3,3217 18	6,2197 18	0,0269 10	0,0399 18	1,5319 18	0,0958 18
Siderur & Metalu	0,5962 48	0,0025 48	0,0035 47	- 48	0,0197 48	0,8643 48	5,9243 48	0,0692 23	0,0374 48	1,0256 48	0,1225 48
Telecomunicações	0,4208 9	0,0001 9	0,0136 9	- 9	0,0092 9	6,2715 9	7,8158 9	0,0920 9	0,0446 9	8,5441 9	0,0036 9
Textil	0,5356 51	0,0011 51	0,0050 51	- 51	0,0168 51	0,0852 51	5,7823 51	0,0526 23	0,0289 51	0,3298 51	0,1851 51
Transporte Servi	0,9671 30	0,0021 30	0,0201 29	- 29	0,0355 29	0,6961 30	7,0056 30	0,0650 24	0,1434 29	0,7452 30	0,0090 30
Veiculos e peças	0,5255 31	0,0040 31	0,0115 30	0,0040 31	0,1208 31	0,9532 31	5,6005 31	0,1677 7	0,0758 31	1,2085 31	0,1559 31
Total	0,6310 490	0,0029 490	0,0099 467	0,0006 482	0,0474 482	1,0472 490	6,4727 490	0,0599 261	0,0699 482	1,0675 490	0,0951 490
	DIV2										
Agro e Pesca	1,1419 3	0,0085 3	0,0400 3	0,0284 3	0,0706 3	2,8933 3	6,1880 3	0,0827 1	0,4503 3	0,8901 3	0,2718 3
Alimentos e Beb	1,0071 22	0,0095 22	0,0237 22	0,0151 22	0,0837 22	3,4677 22	6,3648 22	0,1263 10	0,1423 22	1,5698 22	0,1130 22
Comércio	1,1875 45	0,0102 45	0,0123 45	0,0139 45	0,1768 45	3,3359 45	6,4495 45	0,0622 24	0,1381 45	1,7400 45	0,1850 45
Construção	0,7684 51	0,0107 51	0,0035 48	0,0199 49	0,0673 49	4,5272 51	6,5076 51	0,0746 33	0,1139 49	2,4236 51	0,2061 51
Eletroeletrônico	0,5055 5	0,0142 5	0,0078 5	0,0254 5	0,0548 5	4,6137 5	6,1954 5	0,0999 1	0,1386 5	1,8411 5	0,2626 5
Energia Elétrica	0,5734 74	0,0107 74	0,0118 71	0,0064 74	0,0554 74	3,0912 74	6,9581 74	0,0405 38	0,0729 74	1,6114 74	0,0025 74
Minerais não Met	0,7341 3	0,0081 3	0,0416 3	0,0146 3	0,0356 3	0,1731 3	6,0925 3	0,0754 3	0,0926 3	2,1322 3	0,1502 3
Mineração	0,6920 1	0,0057 1	0,1612 1	0,0305 1	0,0283 1	4,1204 1	8,5088 1	0,0430 1	0,0708 1	2,8282 1	0,0338 1
Máquinas Indust	0,3400 8	0,0101 8	0,0131 8	0,0005 8	0,0551 8	0,8361 8	5,8916 8	0,0326 4	0,0410 8	2,7591 8	0,1400 8
Outros	0,8361	0,0109	0,0144	0,0256	0,0505	4,1870	6,3305	0,0674	0,0840	1,3355	0,0043

	68	68	67	68	68	68	68	44	68	68	68
Papel e Celulose	0,7422	0,0118	0,0124	0,0232	0,0361	3,5970	6,5212	0,0758	0,1562	1,2904	0,0542
	16	16	16	16	16	16	16	5	16	16	16
Petróleo e Gas	0,7009	0,0111	0,0119	0,0196	0,0506	3,5422	7,3083	0,0516	0,0910	1,6959	0,0441
	16	16	15	16	16	16	16	7	16	16	16
Química	0,6379	0,0117	0,0168	0,0229	0,0568	4,0350	6,1599	0,0766	0,0730	1,3610	0,1084
	25	25	25	25	25	25	25	10	25	25	25
Siderur & Metalu	0,6380	0,0106	0,0054	0,0164	0,0477	3,3216	5,8926	0,0484	0,0594	1,5055	0,1516
	51	51	49	50	50	51	51	27	50	51	51
Software e Dados	1,8877	0,0101	- 0,0016	-	0,1910	6,3518	5,0488	0,0488	0,2949	2,0662	-
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Telecomunicações	0,7985	0,0144	0,0241	0,0020	0,0496	3,1763	7,1628	0,1723	0,0992	1,1126	0,0085
	15	15	15	15	15	15	15	3	15	15	15
Textil	0,6318	0,0118	0,0102	0,0245	0,0786	4,1434	5,7980	0,0569	0,0666	1,3588	0,1650
	37	37	36	37	37	37	37	19	37	37	37
Transporte Servi	0,8874	0,0118	0,0155	0,0199	0,0525	2,2558	6,4241	0,0286	0,1140	1,4306	-
	15	15	15	15	15	15	15	9	15	15	15
Veiculos e peças	0,8805	0,0103	0,0238	0,0150	0,0844	3,5008	6,2326	0,1081	0,1339	1,8039	0,1433
	33	33	33	33	33	33	33	18	33	33	33
Total	0,7401	0,0107	0,0120	0,0164	0,0638	3,5600	6,4437	0,0563	0,0880	1,6135	0,1029
	490	490	479	487	487	490	490	259	487	490	490
	DIV3										
Agro e Pesca	0,7436	0,0141	- 0,0196	0,0053	0,0304	1,0343	6,5700	0,0423	0,0353	0,6451	0,0892
	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Alimentos e Beb	1,1543	0,0178	0,0238	0,0209	0,0895	5,0666	6,9522	0,0562	0,0620	1,6589	0,0971
	18	18	18	18	18	18	18	10	18	18	18
Comércio	1,0585	0,0192	0,0153	0,0106	0,1739	6,2934	5,8569	0,0329	0,1171	1,9269	0,3565
	31	31	31	31	31	31	31	15	31	31	31
Construção	0,6377	0,0166	0,0031	0,0063	0,0226	5,6126	6,5427	0,0999	0,0776	2,4406	0,2026
	31	31	30	31	31	31	31	25	31	31	31
Eletroeletrônico	0,6110	0,0237	0,0530	0,0377	0,0254	6,2736	6,5643	,	0,0985	1,4036	0,1848
	3	3	3	3	3	3	3	0	3	3	3
Energia Elétrica	0,6656	0,0195	0,0069	0,0182	0,0278	4,6970	6,8866	0,0523	0,0717	1,7016	0,0017
	65	65	65	65	65	65	65	38	65	65	65

Minerais não Met	0,8743 5	0,0167 5	0,0565 5	0,0382 5	0,0995 5	9,1546 5	5,8559 5	0,0370 4	0,1246 5	1,4843 5	0,1702 5
Mineração	0,8645 5	0,0155 5	0,0280 5	0,0330 5	0,0701 5	5,3856 5	8,3318 5	0,0436 3	0,1813 5	1,6917 5	0,0396 5
Máquinas Indust	0,4297 14	0,0197 14	0,0065 14	0,0355 14	0,0666 14	3,5854 14	5,6345 14	0,0898 3	0,0918 14	1,7791 14	0,1725 14
Outros	0,9852 78	0,0191 78	0,0136 78	0,0339 78	0,0529 78	6,1195 78	6,3497 78	0,0599 53	0,0926 78	1,6065 78	0,0042 78
Papel e Celulose	1,1715 19	0,0179 19	0,0042 19	0,0176 19	0,0195 19	4,7479 19	6,9030 19	0,1834 12	0,0551 19	1,5247 19	0,0375 19
Petróleo e Gas	1,0180 17	0,0259 17	0,0248 17	0,0321 17	0,1028 17	6,9045 17	7,7532 17	0,0590 6	0,1462 17	1,8659 17	0,0684 17
Química	0,6678 19	0,0216 19	- 0,0074 19	0,0006 19	0,0347 19	6,3608 19	5,8472 19	0,0572 8	0,0362 19	1,3838 19	0,1156 19
Siderur & Metalu	0,6272 44	0,0188 44	0,0173 44	0,0256 44	0,0790 44	5,6352 44	6,4378 44	0,1431 15	0,0787 44	1,5586 44	0,1535 44
Software e Dados	2,0252 5	0,0207 5	0,0148 5	- 5	0,0596 5	4,6179 5	6,1713 5	0,0303 5	0,0766 5	1,9750 5	- 5
Telecomunicações	0,8962 16	0,0204 16	0,0260 16	0,0070 16	0,0642 16	3,3232 16	7,2138 16	0,1150 6	0,0945 16	1,2914 16	0,0060 16
Textil	0,6727 41	0,0198 41	0,0198 40	0,0173 41	0,1069 41	7,2998 41	5,7989 41	0,0489 15	0,1088 41	1,4945 41	0,1419 41
Transporte Servi	1,2544 18	0,0205 18	0,0172 17	0,0002 17	0,0254 17	3,9588 18	6,3644 18	0,1035 12	0,0378 17	1,5167 18	0,0145 18
Veiculos e peças	0,8981 58	0,0213 58	0,0139 58	0,0256 58	0,0809 58	5,8001 58	6,0777 58	0,1657 28	0,1197 58	2,0904 58	0,1462 58
Total	0,8207 490	0,0194 490	0,0151 487	0,0208 489	0,0610 489	5,6031 490	6,4363 490	0,0637 261	0,0891 489	1,6996 490	0,0956 490
	DIV4										
Agro e Pesca	0,9171 2	0,0342 2	0,0941 2	0,0410 2	0,1151 2	12,4694 2	6,4355 2	0,0702 2	0,1838 2	1,5690 2	0,0901 2
Alimentos e Beb	1,9577 19	0,0305 19	0,0134 19	0,0528 19	0,0599 19	10,0524 19	6,6693 19	0,0999 13	0,1024 19	1,4016 19	0,1035 19
Comércio	1,0484	0,0317	0,0214	0,0257	0,1344	8,5582	5,8258	0,0489	0,1134	2,2947	0,1322

	44	44	44	44	44	44	44	23	44	44	44
Construção	0,7011	0,0280	0,0066	0,0219	0,0258	5,6382	6,3310	0,0467	0,0676	1,9944	0,1771
	17	17	17	17	17	17	17	15	17	17	17
Eletroeletrônico	0,8304	0,0397	- 0,0217	0,0188	0,0557	4,9567	6,4665	0,0990	0,1461	2,2472	0,2180
	6	6	6	6	6	6	6	4	6	6	6
Energia Elétrica	0,8622	0,0355	0,0128	0,0160	0,0384	5,7442	6,9847	0,0628	0,0868	1,8560	0,0016
	81	81	78	80	80	80	81	45	80	80	81
Minerais não Met	0,7576	0,0330	0,0065	- 0,0034	0,0827	3,8962	6,0540	0,0648	0,1624	2,7744	0,1519
	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Mineração	0,9956	0,0320	0,0154	0,0225	0,0314	5,8354	8,3262	0,0427	0,0800	1,2786	0,0407
	10	10	10	10	10	10	10	5	10	10	10
Máquinas Indust	1,1144	0,0386	0,0169	0,0012	0,1066	8,1672	5,9730	0,2058	0,1250	2,3328	0,1411
	29	29	29	29	29	29	29	10	29	29	29
Outros	1,0983	0,0339	0,0164	0,0265	0,0484	6,6430	6,2771	0,0780	0,0724	1,5268	0,0039
	77	77	76	77	77	77	77	50	77	77	77
Papel e Celulose	1,1430	0,0287	0,0054	- 0,0274	0,0224	2,5646	6,9160	0,0378	- 0,0307	1,5696	0,0420
	5	5	5	5	5	5	5	3	5	5	5
Petróleo e Gas	1,1240	0,0361	0,0206	0,0311	0,1950	7,4193	6,9853	0,1274	0,0878	1,9412	0,0620
	27	27	27	27	27	27	27	13	27	27	27
Química	0,7690	0,0329	0,0091	0,0310	0,0458	8,1875	5,9026	0,0482	0,0823	1,2620	0,0671
	14	14	14	14	14	14	14	2	14	14	14
Siderur & Metalu	0,8469	0,0407	0,0332	0,0330	0,0682	9,9592	5,7322	0,2575	0,1444	1,6621	0,1761
	53	53	51	51	53	53	53	16	53	53	53
Software e Dados	2,7589	0,0307	0,0199	0,0285	0,0838	5,4248	6,0172	0,0432	0,1396	1,9115	0,0001
	7	7	6	7	7	7	7	4	7	7	7
Telecomunicações	0,8597	0,0355	0,0162	0,0026	0,0489	5,5842	7,4819	0,0639	0,0721	1,4952	0,0043
	16	16	15	15	15	16	16	9	15	16	16
Textil	1,8137	0,0323	0,0281	0,0479	0,1201	11,0991	6,0201	0,0424	0,1126	1,6621	0,1326
	24	24	24	24	24	24	24	12	24	24	24
Transporte Servi	1,2439	0,0351	0,0241	-	0,0606	4,9668	6,5742	0,1049	0,1513	1,9192	0,0113
	22	22	22	22	22	22	22	18	22	22	22
Veiculos e peças	1,0229	0,0324	0,0056	0,0276	0,0274	7,3010	6,1985	0,1463	0,0693	2,2085	0,1144
	34	34	33	33	33	34	34	14	33	34	34
Total	1,0181	0,0339	0,0168	0,0233	0,0649	7,2964	6,5057	0,0785	0,0954	1,7435	0,0729

	490	490	481	485	487	489	490	261	487	489	490
	DIV5										
Agro e Pesca	0,7840 3	0,0405 3	0,0889 3	0,0212 3	0,0222 3	6,9755 3	5,9605 3	0,1155 3	- 0,0302 3	1,7720 3	0,0303 3
Alimentos e Beb	3,1356 15	0,1006 15	0,0268 15	0,0124 15	0,0478 15	14,2822 15	7,6641 15	0,1385 9	0,0750 15	1,5781 15	0,0497 15
Comércio	2,4919 28	0,0882 28	0,0383 28	0,0299 28	0,1626 28	12,4341 28	6,2429 28	0,1660 12	0,1684 28	2,5031 28	0,1209 28
Construção	0,8405 8	0,0500 8	- 0,0072 8	0,0123 8	0,0003 8	10,7840 8	6,5046 8	0,0267 6	0,0689 8	1,7574 8	0,2417 8
Eletroeletrônico	1,0018 11	0,1146 11	0,0339 11	- 0,0104 11	0,1333 11	11,5382 11	6,6352 11	0,1168 5	0,0925 11	2,3367 11	0,1745 11
Energia Elétrica	1,2507 145	0,0875 145	0,0173 138	0,0046 143	0,0432 143	9,4942 145	6,6423 145	0,0616 84	0,0372 143	2,0221 145	0,0015 145
Minerais não Met	0,7530 20	0,1036 20	0,0030 20	0,0089 20	0,0650 20	13,6425 20	5,5836 20	0,0380 6	0,0472 20	1,7475 20	0,1452 20
Mineração	1,2083 7	0,0608 7	0,0630 7	0,0200 7	0,1072 7	11,3819 7	7,4217 7	, 0	0,1468 7	1,6843 7	0,0502 7
Máquinas Indust	1,5082 10	0,0468 10	0,0278 10	0,0361 10	0,1009 10	11,0352 10	6,1836 10	0,2386 2	0,1411 10	2,7835 10	0,1270 10
Outros	1,9789 56	0,0802 56	0,0167 54	0,0152 55	0,0741 55	10,8128 56	6,0951 56	0,0453 45	0,0571 55	1,7033 56	0,0009 56
Papel e Celulose	1,2249 1	0,0696 1	0,2514 1	0,1924 1	0,0408 1	26,2218 1	6,5826 1	, 0	- 0,2408 1	1,4536 1	0,0638 1
Petróleo e Gas	1,2524 23	0,0690 23	0,0299 23	0,0082 23	0,1121 23	10,7694 23	6,6034 23	0,1289 11	0,0626 23	2,0603 23	0,0412 23
Química	0,6378 11	0,0512 11	- 0,0123 10	0,0159 11	0,0377 11	11,9378 11	5,8798 11	0,0706 5	0,0806 11	1,2390 11	0,0521 11
Siderur & Metalu	0,7010 33	0,0689 33	0,0445 33	0,0308 33	0,0813 33	11,4807 33	5,1947 33	0,1312 6	0,0975 33	1,6660 33	0,1396 33
Software e Dados	3,2028 10	0,0657 10	0,0152 10	0,0348 10	0,0972 10	9,8477 10	6,1517 10	0,1643 9	0,1189 10	1,6768 10	- 10
Telecomunicações	1,1231 15	0,0962 15	0,0141 14	- 14	0,0456 14	7,8915 15	7,3003 15	0,0780 3	- 0,0009 14	1,5303 15	0,0062 15

Textil	1,9517 33	0,0897 33	0,0057 31	0,0550 32	0,0694 32	14,9365 33	6,1870 33	0,0525 24	0,0755 32	1,6503 33	0,1281 33
Transporte Servi	2,0976 32	0,0704 32	0,0193 32	0,0071 32	0,0577 32	8,7022 32	6,6007 32	0,0913 24	0,0985 32	1,8085 32	- 32
Veiculos e peças	0,9839 27	0,0764 27	0,0111 27	0,0111 27	0,1413 27	10,1362 27	5,8249 27	0,0762 10	0,0793 27	1,6978 27	0,1285 27
Total	1,2804 488	0,0800 488	0,0182 475	0,0077 483	0,0608 483	10,5596 488	6,4250 488	0,0757 264	0,0684 483	1,7940 488	0,0116 488

Fonte: Elaborado pelo autor.